



DAVID YAVAGÃ MIODOWNIK

**MECANISMOS DE CORREÇÃO DA ASSIMETRIA
INFORMACIONAL NO ÂMBITO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES COM APLICAÇÕES NO EXTERIOR
À LUZ DO DIREITO E DA ECONOMIA**

BRASÍLIA

2016

DAVID YAVAGÃ MIODOWNIK

**MECANISMOS DE CORREÇÃO DA ASSIMETRIA
INFORMACIONAL NO ÂMBITO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES COM APLICAÇÕES NO EXTERIOR
À LUZ DO DIREITO E DA ECONOMIA**

Dissertação de mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre no Programa de Mestrado em Direito do Centro Universitário de Brasília. Área de concentração: Direito e Políticas Públicas. Linha de pesquisa: Direito e Economia

Orientador: Professor Dr. Gustavo Ferreira Ribeiro

BRASÍLIA

2016

DAVID YAVAGÃ MIODOWNIK

**MECANISMOS DE CORREÇÃO DA ASSIMETRIA
INFORMACIONAL NO ÂMBITO DOS FUNDOS DE
INVESTIMENTO EM AÇÕES COM APLICAÇÕES NO EXTERIOR
À LUZ DO DIREITO E DA ECONOMIA**

Dissertação de mestrado apresentada como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre no Programa de Mestrado em Direito do Centro Universitário de Brasília. Área de concentração: Direito e Políticas Públicas. Linha de pesquisa: Direito e Economia

Orientador: Professor Dr. Gustavo Ferreira Ribeiro

Brasília, de de 2016

BANCA EXAMINADORA

Orientador Professor Dr. Gustavo Ferreira Ribeiro

Professor Dr.

Professor Dr.

Aos meus filhos, Gabriel e Filipe,
que me inspiram todos os dias.

AGRADECIMENTOS

Agradeço, primeiramente, ao meu Professor Orientador Gustavo Ribeiro, que com sua dedicação e inspiração, incentivou-me na pesquisa do Direito e Economia e com muita paciência me guiou nestes anos de estudo.

Agradeço aos professores do UNICEUB dos os quais tive o privilégio de ser aluno, por terem me fortalecido na cultura, na pesquisa e na vivência.

Agradeço ao curso de Mestrado do UNICEUB, na pessoa de seu Coordenador Marcelo Varella, pela excelência na qualificação dos professores.

Agradeço também ao UNICEUB por oferecer uma excelente estrutura aos estudantes, em especial pela qualidade dos serviços e do acervo da biblioteca.

Aos colegas de curso e de tribunal, em especial Ana Claudia Nogueira e Gerardo Alves Lima Filho pelas valiosas contribuições e por dividirem comigo as aflições.

Aos colegas da 5ª Vara Criminal de Brasília, em especial à juíza Ana Claudia Costa Barreto, Aline Maria Assis Varandas e Maria da Silva Cipriano, por me incentivarem a alcançar essa conquista.

Ao Tribunal de Justiça do Distrito Federal e dos Territórios por oportunizar o curso de mestrado e incentivar seus servidores a buscarem mais conhecimento.

Agradeço e ao mesmo tempo peço desculpas aos meus familiares e amigos pelos momentos de ausência e de constante ansiedade.

RESUMO

A presente dissertação tem como objetivo demonstrar como uma possível regulação no mercado de capitais, em especial no tocante aos fundos de investimento com ativos sediados no exterior e a respeito da diminuição da assimetria de informações, pode contribuir para a estabilidade e desenvolvimento deste mercado por meio da autorregulação, legislação ou da jurisprudência. O principal ponto a ser tratado no curso deste trabalho será o da falha de mercado da assimetria informacional em razão da proteção ao livre exercício das escolhas pelos agentes financeiros, uma vez que se parte da ideia de que agentes econômicos bem informados podem efetuar escolhas mais racionais, submetendo-se aos riscos do investimento de forma consciente e reduzindo a ocorrência de fraudes. Intenta-se demonstrar que a redução da assimetria informacional é um dos instrumentos à disposição do mercado para induzir a uma alocação mais eficiente de recursos, possibilitando aos agentes econômicos fazerem escolhas racionais. A abordagem do tema através de uma relação entre elementos de Direito e Economia, levará em consideração a nova Instrução CVM nº 555, de 2014, que entrou em vigor em meados de 2015, a qual trata da regulação dos fundos de investimento, trazendo à tona normas para agentes financeiros para investimentos sediados no exterior e, ao final, serão discutidas algumas decisões do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo relativas aos pedidos indenizatórios decorrentes do Caso Madoff. O presente trabalho está dividido em 5 capítulos onde serão abordados, em ordem, o Sistema Financeiro Nacional; a falha de mercado da assimetria de informações; apresentados alguns exemplos de correção da assimetria de informações através de meios privados; será verificada a regulação do mercado de capitais no tocante à assimetria de informações e, ao final, serão investigados alguns julgados sobre o caso Madoff no Brasil. A construção final deste trabalho visa identificar em qual momento é possível haver regulação que reduza ou repare a assimetria informacional em fundos de investimento com ativos no exterior.

Palavras-Chave: Assimetria Informacional. Fundos de Investimento com ativos no Exterior. Regulação.

ABSTRACT

This work aims to demonstrate how a possible adjustment in the capital market, particularly with regard to investment funds with assets located abroad and regarding the reduction of asymmetric information, can contribute to the stability and development of this market through self-regulation, legislation or court decisions. The main point to be addressed in the course of this work will be the market failure of asymmetric information because of the protection of the free exercise of choices by financial agents, as a part of the idea that well-informed economic agents can make more rational choices, submitting to risks consciously investment and reducing fraud. It intends to demonstrate that the reduction of information asymmetry is one of the instruments available to the market to induce a more efficient allocation of resources, enabling economic agents make rational choices. The approach to the subject through a relationship between law and economics elements, take into account the new CVM Instruction No. 555, 2014, which came into force in mid-2015, which deals with the regulation of investment funds, bringing up standards for financial agents for foreign based investment and, ultimately, will be discussed some decisions of the São Paulo State Court of Justice relating to indemnity claims arising from the Madoff case. This work is divided into 5 chapters which will be addressed, in order, the National Financial System; the market failure of asymmetric information; some examples of correction of asymmetry of information through private means; the regulation of the capital market will be checked regarding the asymmetry of information and at the end, will be investigated some judged on the Madoff's case in Brazil. The final construction of this work is to identify at what time can be regulation to reduce or repair the informational asymmetry in investment funds with assets abroad.

Keywords: Informational Asymmetry. Investment Funds with assets abroad. Regulation.

ABREVIATURAS

ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BACEN – Banco Central do Brasil

CMN - Conselho Monetário Nacional

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

ICVM – Instrução da Comissão de Valores Mobiliários.

IOSCO - Organização Internacional das Comissões de Valores (International Organization of Securities Commissions)

SEC – U.S. Securities and Exchange Commission.

SFN – Sistema Financeiro Nacional

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	10
1 SISTEMA FINANCEIRO E A ESTRUTURAÇÃO DOS MERCADOS.....	17
1.1 SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL – SFN	30
1.2 VALORES MOBILIÁRIOS	35
1.3 FUNDOS DE INVESTIMENTOS	38
1.3.1 <i>Natureza jurídica das ações</i>	38
2 FALHAS DE MERCADO	48
2.1 DA ASSIMETRIA INFORMACIONAL	54
2.2 CONSEQUÊNCIAS DA ASSIMETRIA DE INFORMAÇÕES.....	59
2.3 DO “MERCADO DE LIMÕES” AO MERCADO DE CAPITAIS	65
2.4 FUNDAMENTOS PARA UMA REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS	68
2.5 REGULAÇÃO E A CRISE <i>SUBPRIME</i>	75
3 CORREÇÃO DE FALHAS INFORMACIONAIS POR MEIOS PRIVADOS.....	79
3.1 AGÊNCIAS DE CLASSIFICAÇÃO DE RISCO.....	79
3.2 AUTORREGULAÇÃO – A EXPERIÊNCIA DA ANBIMA	81
3.3 O ASSET MANAGEMENT E O CHINESE WALL	84
4 CORREÇÃO DE FALHAS INFORMACIONAIS POR REGULAÇÃO.....	88
4.1 CVM E A COMPETÊNCIA PARA REGULAÇÃO DOS FUNDOS DE INVESTIMENTO	89
4.2 O PODER REGULAMENTAR DA CVM.....	92
4.2.1 <i>Instrução CVM nº 555, de 2014</i>	93
4.2.2 <i>A importância do regulamento dos fundos de investimento para os cotistas, como forma de redução da assimetria de informações</i>	95
4.2.3 <i>Classificação dos fundos de investimento</i>	96

4.2.4 Deveres de informação instituídos pela Instrução CVM nº 555, de 2014	97
4.2.5 Sobre os investimentos do fundo em ativos no exterior conforme Instrução CVM 555, de 2014.....	102
5 CORREÇÃO DAS FALHAS POR REGRAS DE RESPONSABILIDADE (EX-POST) O CASO MADOFF.....	107
5.1 – ENTENDENDO O CASO MADOFF	107
5.2 – RESPONSABILIDADE CIVIL E O MERCADO DE CAPITAIS	111
5.2.1 Demanda indenizatória julgada procedente no Caso Madoff	114
5.2.2 Demandas ressarcitórias julgadas improcedentes no caso Madoff ...	118
5.3 A INDEFINIÇÃO DO PODER JUDICIÁRIO A RESPEITO DAS INDENIZAÇÕES NO CASO MADOFF	119
CONCLUSÃO	122
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	126

INTRODUÇÃO

A presente dissertação tem como objetivo demonstrar como uma possível regulação no mercado de capitais, em especial no tocante aos fundos de investimento com ativos sediados no exterior e a respeito da diminuição da assimetria de informações, por meio da legislação ou da jurisprudência, pode contribuir para a estabilidade e desenvolvimento deste mercado.

O principal ponto a ser abordado será o da falha de mercado da assimetria informacional em razão da proteção ao livre exercício das escolhas pelos agentes financeiros, uma vez que se parte da ideia de que agentes econômicos bem informados podem efetuar escolhas mais racionais, submetendo-se aos riscos do investimento de forma consciente e reduzindo a ocorrência de fraudes.

Com efeito, a globalização aproximou agentes e mercados, e os investidores não encontram mais fronteiras na tentativa de obtenção de lucro. Brasileiros investem suas poupanças no exterior em busca de estabilidade e maiores ganhos, bem como estrangeiros podem investir em títulos no Brasil.

Nesse compasso, torna-se possível, deduzir que existam mecanismos de proteção e incentivo aos agentes econômicos envolvidos em investimentos, a fim de se efetivar negociações entre cidadãos de países diversos, possivelmente decorrentes de algum tipo de regulação.

Controvérsias a respeito de lesão sofrida por investidores em função de assimetria informacional no âmbito do mercado de capitais mostram-se constantes, e recentes julgados reconhecem direito à reparação ou lhes negam ao argumento de risco do investimento.

Intenta-se demonstrar que a assimetria informacional é uma das principais falhas de mercado ao não permitir a alocação eficiente de recursos, impossibilitando aos agentes econômicos fazerem escolhas racionais.

Trata-se de um desafio constante dos mercados financeiros a aproximação de sociedades empresárias dos investidores, promovendo entre eles a melhor alocação dos recursos existentes e, nesse ponto, acredita-se que a correção ou a redução da

falha de mercado da assimetria de informações é encarada como uma das formas de dar confiabilidade aos investidores e aumentar o fluxo de investimentos.

A razão de se buscar a aproximação de investidores com sociedades empresárias, em especial as sociedades anônimas, é porque estas representam importante grupo para a economia de um país como um todo, pelo fato de envolverem grandes negociações e objetivos. Caso as sociedades anônimas não obtenham investimentos suficientes para o desenvolvimento de suas atividades, o resultado poderá refletir a falta de crescimento da economia do país, ocasionando desemprego, perdas de receitas, sem contar com prejuízos a outros sócios e investidores, além de terceiros envolvidos com essas “empresas”.

A esse respeito, são oferecidos no mercado de valores mobiliários os denominados “fundos de investimento”, os quais permitem aplicações de pequena monta aliados a uma redução nos riscos da aplicação por meio da diversificação dos investimentos.

Nas aplicações em fundos de investimento em ações, por exemplo, o investidor pulveriza seus recursos em um conjunto de companhias, resultando na diversificação dos riscos.

Para que as aplicações atendam às suas necessidades, os investidores se valem da atividade de intermediação que lhes proporcionam conhecimento técnico e especializado, sendo fundamentais para a aproximação entre eles e as sociedades tomadoras de empréstimos.

A utilização dos serviços especializados de corretores e dos administradores de fundos de investimentos permite a redução dos custos de transação e a redução da falha de mercado da assimetria informacional, uma vez que faz parte das atribuições a busca por informações relevantes para atender à necessidade de seus clientes.

Por sua vez, a quebra de confiança no mercado de capitais que pode ocasionar a fuga de investidores e a perda de capital para a atividade produtiva acarreta a desaceleração do crescimento de um país e pode produzir crises neste mercado, da qual se tem como exemplo o recente evento de 2007/2008, que por sua dimensão mundial tem sido objeto de diversos estudos desde então.

A crise no mercado de capitais de 2007/2008, denominada de Crise dos *Subprimes*, alastrou-se para as economias de diversos países e teve início na bolha imobiliária dos Estados Unidos da América.

Naquele país o comércio de imóveis teve um grande incremento, aquecido pelas hipotecas oferecidas sem garantias a pessoas que não tinham um bom histórico de adimplemento – daí o nome *subprimes*, seguindo-se do comércio de títulos que lastreados por essas hipotecas e da oferta posterior de seguros quando os títulos já se encontravam em circulação. Quando as hipotecas não foram honradas, o que era bastante previsível, o que se viu foi a dimensão de erro que derrubou as economias em diversos países.

Na ocasião, várias empresas, principalmente bancos, compraram papéis de hipoteca baseados em previsões de lucro contando, ainda, com informações proporcionadas por agências de classificação de riscos.

Ocorre que as previsões otimistas de lucro não se confirmaram e os imóveis começaram a ser devolvidos pelos compradores, acarretando a quebra de bancos e perdas aos investidores.

A recuperação do mercado financeiro norte-americano, origem da crise de 2007/2008, ocorreu a partir de 2010, após uma forte política intervencionista, inclusive contando com o Estado adquirindo ativos financeiros em sociedades empresárias em crise.

São citados diversos fatores para a crise, tais como legislação regulatória defasada e a elevada especulação. Durante a crise de 2007/2008, questionou-se a ausência de informações aos investidores sobre a falta de garantias dos empréstimos.¹

Alguns efeitos da crise norte-americana foram sentidos aqui no Brasil.

Tome-se como exemplo, acórdão proferido pelo Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo, na Apelação Cível nº 0162181-56.2011.8.26.0100, em 7 de agosto de 2014, em ação indenizatória movida por investidora contra o Banco Itaú, gestor de

¹ Confira-se mais adiante o capítulo que se refere às agências de classificação de risco no tocante à crise de 2007/2008.

recursos da autora, na qual alega ter sofrido danos decorrentes de equivocada informação prestada pelo banco, que lhe sugeriu aplicação em fundos de investimento sediados no exterior. Após efetuado o investimento, veio a se saber que se tratava de fundo de investimento falso, inexistente, que estavam a cargo do megainvestidor Bernard Madoff.

Ainda que ocorram fraudes e até mesmo de grandes proporções como foi o caso Madoff, certo é que investimentos no mercado de capitais ainda são atraentes pela rentabilidade, razão pela qual são encontrados investidores que aceitem conviver com os riscos da aplicação.

Dessa forma, a relação investidor-mercado de capitais depende de escolhas conscientes fundadas em troca de informações relevantes, sendo que o estímulo a estas trocas pode decorrer de forma espontânea, pelo exercício da liberdade de contratação ou por imposição de regras que intervenham nesta relação.

Tendo em vista a proporção que tomou a crise de 2007/2008, sugere-se que são bem-vindas algumas regras de regulação que tenham o intuito de coibir e corrigir falhas de mercado. Ao final, pode-se aventar que a regulação traga mais eficiência e higidez ao mercado.

O mercado de capitais, dessa forma, deve encontrar o equilíbrio entre a liberdade de transações entre investidores e sociedades de um lado, e a regulação estatal de outro.

Fraudes, desajustes, crises financeiras, sempre fizeram parte do mercado de capitais e não se espera serem totalmente elucidadas e extintas². Ao contrário, a expectativa é de que novas crises financeiras aconteçam, talvez em um ciclo cada vez mais rápido, haja vista que a instabilidade econômica e política de alguns países traz incertezas a outros.

² No Brasil é possível citar casos de fraudes como o das “Fazendas Boi Gordo” e da “Avestruz Master” e, a respeito das crises financeiras, temos como exemplo a Crise de 1929 na Bolsa de Nova York, e outras que se sucederam recentemente, como a Crise no México (1994) e na Rússia (1998).

O tema é oportuno tendo em vista o anúncio de fraudes que atingem investidores, situados em países diversos, afetados pela crise da Petrobrás, por corrupção e desvio de bilhões de reais³. ⁴

Nesse compasso, o foco da presente dissertação se concentra em leis e decisões que revelam o constante dever de prestar de informações relevantes no mercado de capitais, com ênfase nas aplicações em fundos de investimento sediados no exterior.

Divisam-se os mecanismos de proteção ao mercado e ao investidor em potencial que se dá por meio da regulação do mercado de capitais, da proteção ao investidor individual que foi lesado e necessita da prestação da tutela jurisdicional na modalidade de indenização⁵.

No que tange à proteção ao investidor individualizado, isto é, o investidor que está interagindo efetivamente no mercado de capitais, as decisões judiciais têm como objetivo a correção de alguma falha de mercado que já tenha lhe causado prejuízos, responsabilidade civil *ex post*, cujos efeitos didáticos das sentenças podem induzir novas posturas.

Não se trata de perquirir no presente trabalho, sobre a eficácia das normas relativas ao mercado de capitais, nem o acerto ou desacerto das decisões, ou de indicar alguma nova forma de regulação do mercado a ponto de impedir novas crises ou fraudes, mas sim de demonstrar instrumentos que coíbam práticas que desestimulem a aplicação nos fundos de investimento em ações.

Questiona-se se a regulação do mercado de capitais é ou não suficiente para desestimular a falha de mercado da assimetria de informações, principalmente em

³ O Jornal Folha de São Paulo cita que desde dezembro do ano passado já foram ajuizadas 5 ações coletivas nos Estados Unidos, contra a Petrobrás, movidas por investidores. Fonte: < <http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2015/05/1630901-petrobras-e-alvo-de-nova-acao-de-investidores-nos-estados-unidos.shtml>> Acesso em 20 maio 2015.

⁴ Infelizmente, não serão estudados os casos em que a Petrobrás está sendo processada por investidores nos Estados Unidos, em decorrência da limitação da presente dissertação.

⁵ KÜMPEL, Siegfried. Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução. Rio de Janeiro : Renovar, 2007, p. 37-41.

relação ao investidor nacional que efetue alguma aquisição de valores mobiliários em países estrangeiros.

No primeiro capítulo, busca-se introduzir o sistema financeiro a fim de demonstrar como a intermediação financeira facilita a interação entre agentes econômicos e promove a alocação de recursos. Aponta-se como as relações comerciais foram se modificando ao longo da história, exemplificando-se com a utilização da moeda que permitiu trocas mais eficazes. Serão abordados os Fundos de Investimento, sua conceituação e sua tipologia. O que se pretende neste capítulo é apresentar ao leitor um panorama sobre a regulação dos fundos de investimento, ocasião em que se poderá questionar se há necessidade de nova regulação. Escolheu-se os fundos de investimento por representar uma atraente e crescente forma de poupança e investimento e que apresenta um bom nível de regulação.

O segundo capítulo é destinado a apresentar os conceitos de assimetria de informações, como ela pode se manifestar e suas consequências, além de demonstrar práticas existentes que tentam superar essa falha de mercado. Escolheu-se a assimetria informacional como tema central da presente dissertação pelo fato de entender que a sua redução serve como um dos instrumentos relevantes à disposição dos agentes financeiros que permita a estes fazerem melhores escolhas e eficiência ao mercado. Utiliza-se a literatura do Direito e Economia (*Law and Economics*) como base teórica do capítulo.

Ao final do segundo capítulo são apresentados alguns meios privados de correção da assimetria de informações, com o intuito de demonstrar os meios utilizados pelo mercado para correção dessa falha.

No terceiro capítulo são apresentados alguns meios privados de redução da assimetria de informações, como agências de classificação de risco, autorregulação e *chinese wall*.

Na sequência, o quarto capítulo pretende demonstrar a legislação correlata à Comissão de Valores Mobiliários, e como esta promove a correção da assimetria informacional. Dar-se-á ênfase à Instrução CVM nº 555, de 2014, atual regulação dos fundos de investimento no Brasil.

Por fim, o quinto capítulo apresenta ao leitor um panorama de decisões judiciais que abordaram pedidos de indenização em decorrência da fraude perpetrada por Madoff, e que tiveram como pano de fundo a definição de informações em fundos de investimento. Neste capítulo serão verificadas as questões relativas à reparação de danos envolvendo aplicações em fundos de investimento e a relação entre investidores e intermediários.

Espera-se, ao final, responder à questão acerca de como a legislação e a jurisprudência podem contribuir para a redução da assimetria de informações no mercado de capitais, se há regras objetivas no sentido de diminuir esta assimetria e que tragam segurança ao investidor para aplicação em fundos de investimento no exterior, o que levará o leitor a concluir sobre a necessidade de nova regulação do mercado.

A linguagem adotada nesta dissertação será narrativa evidenciando fatos da história recente do mercado de capitais e que foram relevantes para gerar discussões a respeito da regulação deste mercado, e descritiva no tocante à apresentação da legislação e da jurisprudência ao tratar de investimentos em fundos com títulos no exterior.

Para tanto, a pesquisa no presente trabalho é uma releitura bibliográfica de relevantes autores e da análise da jurisprudência nacional que simbolize a tentativa de correção da assimetria informacional.

1 SISTEMA FINANCEIRO E A ESTRUTURAÇÃO DOS MERCADOS

O objetivo do presente capítulo é introduzir o Sistema Financeiro Nacional a fim de se delimitar o alcance da regulação do mercado de capitais. Em especial, procura-se contextualizar a necessidade de diminuição da assimetria de informações em fundos de investimento que tenha em suas carteiras aplicações em ativos financeiros no exterior, objeto deste trabalho.

Para tanto, faz-se necessário demonstrar a importância de um sistema financeiro bem estruturado que possa oferecer aos investidores uma gama de produtos diferenciados e no qual se insere o mercado de capitais. Nesse tocante, busca-se apontar em qual nível é possível se dar alguma forma de regulação (se necessária), ou se o próprio sistema já possui normas suficientes para garantir eventuais correções.

Um sistema financeiro estruturado visa oferecer intermediação financeira com maior número de aplicações possíveis a fim de atender às necessidades de investidores e, além de permitir lucro a eles, traz como consequência positiva o desenvolvimento econômico do país.

Dessa forma, tendo em vista uma boa estruturação do sistema financeiro que possibilite fluxo de capital, a regulação se apresenta com o intuito de trazer segurança e confiabilidade para a consecução dos contratos e objetivos buscados por seus atores.

Reforça-se a ideia de que a intermediação financeira é necessária para o desenvolvimento econômico do país em razão da facilidade de aproximar investidores que busquem lucro e tomadores de empréstimos que necessitam de investimentos para melhoria de sua atividade empresarial.

O sistema financeiro, todavia, não se resume à atuação de investidores e tomadores de empréstimo, mas também conta com o apoio e o grau de especialização de agentes, corretores e empresas especializadas, que têm como função fazer a aproximação entre os agentes econômicos.

Com efeito, comércio e mercado, independente do produto comercializado, fizeram-se presentes ao longo da história da humanidade, sendo que alguns instrumentos foram paulatinamente introduzidos em seu meio a fim de incrementar e facilitar negociações e permitirem aos indivíduos ou grupo sociais suprirem suas necessidades. Onde não fosse preciso realizar trocas em virtude da capacidade de autossustentação do indivíduo ou grupo social, não haveria que se falar em comércio ou, sequer, intermediação financeira.

Assim, a rigor⁶, haverá comércio e transferência de bens se os agentes econômicos necessitarem desses bens e enquanto for vantajosa a negociação entre esses agentes.⁷

Portanto, entende-se que os agentes econômicos são racionais e buscam trocas apenas quando a negociação lhes trazer vantagens, quer seja para lhes suprir necessidades ou para lhes trazer riquezas.

Há longo tempo as interações econômicas se desenvolviam por meio do escambo, que é o ato de troca de mercadorias, umas por outras. Apesar dessa forma de trocas ocorrer diretamente entre os interessados, o escambo não tinha um padrão fixo que permitisse menores custos de transação e alavancasse as relações comerciais.

A prática do escambo, todavia, tornou-se insuficiente para atender às necessidades do indivíduo ou do grupo social. Na medida em que as relações se tornaram mais complexas e para que a troca de produtos ocorresse havia

⁶ Esclarece-se que determinados agentes comprem produtos sem haver necessidades a serem supridas. Tal comportamento que pode ser explicado pela psicologia não será objeto do presente trabalho, que ficará limitado a comportamentos racionais que levem a suprir necessidades.

⁷ GICO JR., Ivo. Introdução ao Direito e Economia In *Direito e Economia no Brasil*. Luciano Benetti Timm, organizador – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 21. Aponta que "... o comportamento racional maximizador levará os agentes a realizar trocas até que os custos associados a cada troca se igualem aos benefícios auferidos, momento a partir do qual não mais ocorrerão trocas. Nesse ponto, diremos que o mercado se encontra em equilíbrio. Equilíbrio é um conceito técnico utilizado para explicar qual será o resultado provável de uma alteração na estrutura de incentivos dos agentes. Modificada a regra em um contexto onde a barganha é possível (mercado), os agentes realizarão trocas enquanto lhes for benéfico, até que o equilíbrio seja alcançado. Esse resultado poderá ser diverso se estivermos tratando de um contexto hierárquico no qual a livre barganha não ocorre."

necessidade da coincidência de interesses e da equivalência de valores, circunstâncias estas que não ocorriam a todo momento⁸.

Em virtude do aumento do volume de trocas, um dos instrumentos criados para substituir a forma rudimentar do escambo foi a criação da moeda e a instituição dos preços que servem de parâmetro para se efetuar as escolhas, tendo sua utilização contribuído para a diminuição dos custos de transação.

Com a adoção da moeda, bens ou serviços são substituídos por outro bem de fácil circulação e que tem aceitação entre diferentes agentes financeiros⁹. Pode-se indicar os seguintes benefícios relativos ao uso da moeda nas relações comerciais: é um bem de intermediação de trocas; tem caráter liberatório das dívidas, uma vez que representa a contraprestação de uma compra e venda; é de aceitação comum, pois há uma crença em seu valor, em decorrência de políticas monetárias governamentais; é medida de valor e serve para o estabelecimento de preços e é utilizado como meio para a acumulação de valores em função da facilidade de transporte acrescido do fato de não ser perecível¹⁰.

⁸ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 17/18. Como explicam Lopes e Rossetti: “Essas formas rudimentares de relacionamento econômico seriam, todavia, profundamente alteradas a partir do instante em que se verificou aquilo que os historiadores denominam de primeira revolução agrícola, traduzida pela fixação de certos grupos humanos em determinadas áreas, como, por exemplo, os deltas dos rios Nilo, Tigre e Eufrates. [...]esses grupos começaram a praticar nessas regiões a agricultura organizada e a domesticação de animais. [...] Esse processo de divisão do trabalho provocou grandes mudanças na vida econômica [...] A atividade econômica tornou-se mais complexa. Aumentou sensivelmente o número de bens e serviços exigidos para a satisfação das necessidades humanas [...] A dupla coincidência de desejos, dada a maior diversificação dos bens e serviços disponíveis, torna-se relativamente mais difícil [...] A troca, considerada acessória nos agrupamentos primitivos, torna-se agora fundamental para o desenvolvimento e para a própria sobrevivência do grupo social. “

⁹ SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 15. Rachel Stajn explica que “Para Ludwig von Mises, a moeda surge no livre mercado como forma de atender às necessidades dos agentes. O sistema de permutas padecia da dificuldade (ou custos de transação) de as trocas de bem por bem, serviços por serviço, bem por serviço ou serviço por bem, o do ut des, do ut facias, facio ut des romanos, dependerem da coincidência de interesses das partes. Tal coincidência deveria incidir tanto sobre os bens quanto sobre sua valoração. A dupla exigência dificultava a previsão das quantidades de bens a serem produzidas; quando associada à indivisibilidade de certos produtos, segundo Mises, explica a razão pela qual a criação de um bem intermediário para facilitar as operações de troca foi fundamental para o desenvolvimento do comércio.”

¹⁰ LOPES, op.cit., p. 9.

Na medida em que o uso da moeda se tornou aceito pelas comunidades, diminuiriam os custos de transação. A moeda passou a estipular um padrão que refletia no preço de cada mercadoria.

A posse da moeda permite ao agente rápidas trocas por mercadorias, dada sua liquidez e por ser aceita pela comunidade, servindo de importante instrumento entre as partes contratantes, sendo utilizado como forma de cumprimento das obrigações. A aceitação do padrão monetário permite mais e novas interações entre os agentes financeiros.¹¹

A moeda possibilitou que os bens comercializados passassem a ser cotados atribuindo-se preço a cada mercadoria¹². Especificar preços é benéfico ao mercado, uma vez que os ofertantes e demandantes passam a contar com outra forma de análise de trocas.^{13 14} O preço atribuído a produtos e serviços é uma medida objetiva com relação aos recursos disponíveis e uma relevante informação no momento da tomada de decisão para aquisição dos produtos¹⁵.

Por não ser um bem perecível, a moeda permite acúmulo para utilização posterior, gerando o que se denomina de poupança. O agente poupador tem a possibilidade de acumulação de moeda em razão da elevada captação desse bem frente aos seus gastos.

¹¹ SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 16

¹² ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro* – São Paulo: Atlas, 2009, p. 9. Explica que “A moeda desempenha três importantes funções. Inicialmente a moeda constitui-se em instrumento (meio) de troca, promovendo o intercâmbio de certos bens e serviços por outros. [...] Outra vantagem da moeda como instrumento de troca é sua divisibilidade, que permite a negociação de partes ou fração de bens e serviços. Essas características presentes no uso da moeda imprimem maior agilidade às transações de mercado, dinamizando toda atividade econômica. A moeda pode também ser utilizada como medida de valor (ou unidade de conta). Serve, nesse aspecto, de parâmetro para se apurar o valor monetário da transação de bens e serviços, permitindo inclusive comparações. “

¹³ KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais* – São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011, p. 2. Roberto Kerr lembra que na Roma antiga alguns produtos faziam às vezes da moeda como ocorreu com o sal, e de onde vem o termo “salário”.

¹⁴ PEREIRA, Cleverson Luiz. *Mercado de Capitais* [livro eletrônico] Curitiba: InterSaberes, 2013, p. 23. Pereira afirma que “a moeda é um conjunto de ativos financeiros de uma economia que os agentes utilizam em suas transações. Não é um bem de consumo ou de investimentos, mas se apresenta como parâmetro principal para o gerenciamento do fluxo monetário na economia de um país.

¹⁵ SZTAJN, op. cit., p. 15. Raquel Stajn aponta que “Moeda é o ponto de inflexão da curva que separa as primitivas economias, de escambo, das atuais, de mercado. O período antecedente dificultava a previsão da produção, tolhia o desenvolvimento da atividade econômica, da precariedade que o sistema impunha nas relações por falta de um bem que medisse valores de permuta”.

O uso da moeda em substituição ao escambo também decorreu de sua aceitação com intuito liberatório das obrigações. A moeda representa o adimplemento da obrigação por quem entrega a moeda. Para tanto a moeda é reconhecida em lei¹⁶ e tem seu curso forçado, uma vez que sua não aceitação pode ser sancionada. O emissor da moeda, no caso os diferentes estados soberanos, tem o dever de preservar a confiança em sua utilização. **Tal confiança pode ser induzida por políticas econômicas que resguardem o poder de compra da moeda, tais como medidas de combate à inflação e políticas de câmbio. As moedas que eram inicialmente cunhadas em metais raros foram substituídas por papel moeda e, nos dias atuais, até por moedas eletrônicas.**¹⁷

À medida que as relações comerciais se intensificaram e se diversificaram houve a necessidade de que mais demandantes e ofertantes se encontrassem a fim de efetuar novas negociações.

Para agregar combinação entre os diversos interesses dos demandantes e ofertantes, a especificação de um determinado ambiente para realização das operações comerciais facilitou a mercancia.

A esse ambiente específico que aproxima os agentes da oferta e demanda em torno da compra e venda de determinadas mercadorias, facilitando um maior volume de trocas, é o que se chama de mercado, e pode ser não organizado ou organizado¹⁸.

¹⁶ No Brasil, após várias alterações do nome da moeda (Cruzeiros, Cruzados, Cruzados Novos, Cruzeiros Reais) a Lei n. 9.069/95 instituiu o Real como moeda de curso em todo território.

¹⁷ SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011*, p. 20. Sobre a utilização do papel moeda e da confiança gerada em sua emissão, confira-se a lição de Rachel Sztajn: “O papel moeda não representa um bem que tenha valor, mas é ele mesmo bem que circula entre as pessoas, tal como a moeda eletrônica. Compete, então, ao legislador criar mecanismos para que a moeda tenha poder liberatório, gerando confiança para que o bem, unidade padrão de valor, seja aceito mesmo que não tenha valor intrínseco. O bem é autorreferenciado pelo que dizem alguns, a moeda deixa de ser símbolo de outro bem para tornar-se realidade. É preciso que as pessoas acreditem que a moeda tem valor para que possam considera-la valor em si mesma. A desvalorização da moeda espelha perda da confiança da sociedade naquele “valor”. [...] Moeda é, pois, uma abstração cujos suportes são de um lado a lei e, de outro, dela derivado, a confiança no poder liberatório da moeda de curso forçado.”

¹⁸ MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia* – Tradução da 6. edição norte-americana. Trad. Allan Vidigal Hasting, Elisete Paes e Lima, Ez2 Translate, revisão técnica Manuel José Nunes Pinto – São Paulo : Cengage Learning, 2013, p. 64. Mankiw traz uma breve definição de mercado, que não se trata necessariamente de um local, a qual se transcreve: “Um mercado é um grupo de compradores e vendedores de determinado bem ou serviço. Os compradores, como grupo, determinam a demanda pelo produto e os vendedores, também como grupo, determinam a oferta do produto. Os mercados assumem diferentes formas. Às vezes são altamente organizados, tais como os mercados de muitas mercadorias agrícolas. Neles, compradores e vendedores encontram-se em lugares e horários determinados, onde um leiloeiro ajuda a estabelecer os preços e a organizar as vendas. Mais frequentemente, os mercados são menos organizados. Vamos considerar, por exemplo, o mercado de sorvete de uma cidade qualquer. Os compradores de sorvete não se reúnem

Emprega-se o termo mercado como ambiente de interação que facilita o encontro dos agentes econômicos em razão de determinado produto, como mercados de artes, peixes, imóveis, diamantes, valores mobiliários etc.

Todavia, mercado não deve ser confundido tão somente com locais de realização de negócios, bastando para sua caracterização que existam grupos de pessoas dispostos a negociar em torno de certo bem¹⁹.

O mercado no qual são efetuadas as trocas de bens e serviços, por sua vez, pode ser físico ou virtual, organizado ou não organizado, mas continua tendo como objetivo aproximar demandantes e ofertantes de bens ou de serviços em torno da aquisição de mercadorias.

Nesse sentido, os mercados, desde o início da história da humanidade, serviram como local de encontro entre ofertantes e demandantes²⁰. O mercado, portanto, age como um auxiliar na interação entre os interessados em comprar ou vender determinadas mercadorias, uma vez que o ambiente congrega esses atores.

Em uma sociedade moderna que disponha de locais destinados ao comércio, como ocorrem em ambientes de feiras, supermercados, *sítes* de compras eletrônicas,

em um horário determinado. Os vendedores de sorvete estão em pontos diferentes da cidade e oferecem produtos diversos. Não há um leiloeiro para apregoar o preço do sorvete. Cada vendedor estabelece o preço de seu sorvete, e cada comprador decide quanto sorvete comprar em cada loja. No entanto, esses consumidores e produtores estão intimamente ligados. Os compradores de sorvete escolhem entre vários vendedores para satisfazer sua vontade, e os vendedores tentam atrair a atenção dos compradores para que seu negócio tenha sucesso. Embora não seja organizado, esse grupo forma um mercado. “

¹⁹ GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (Interpretação e Crítica)* – São Paulo: Malheiros, 2015, p. 34-36. “O mercado – insisto neste ponto – é uma instituição jurídica constituída pelo Direito Positivo, o Direito posto pelo Estado Moderno. Ao final do século XVIII, toma forma como projeto político e social e serve ao tipo de sociedade que os liberais desejavam instaurar. O mercado se desdobra: sem deixar de referir os lugares que designamos como mercado e feira, assume o caráter de ideia lógica que reagrupa uma série de atos, de fatos e de objetos. [...] Repito: o mercado – além de lugar e princípio de organização social – é instituição jurídica (= institucionalizado e conformado pelo Direito posto pelo Estado). Sua consistência é função de segurança e certeza jurídicas que essa institucionalização instala, permitindo a previsibilidade de comportamentos e cálculo econômico. “

²⁰ PORTO, Antônio José Maristrello. O Direito e a Economia do Cadastro Positivo. *Revista Conjuntura Econômica*, v. 63, n. 9, p. 77-80, Setembro de 2009, p. 22. Porto aponta que “os mercados são definidos como espaços de transações entre empresas, que ofertam bens ou serviços, e consumidores que adquirem os bens e os serviços ofertados. As empresas compõem o lado da oferta, e os consumidores, o lado da demanda. “

bolsas de valores e na qual as relações de consumo são muito diversificadas, torna-se pouco comum a prática do escambo²¹.

Não que a prática do escambo tenha sido completamente descartada nos dias de hoje, ao contrário, são comuns em casos como de trocas de diversos bens como imóveis e automóveis. O fato, porém, é que com o crescimento das metrópoles, da utilização dos ambientes virtuais e dos meios eletrônicos de transferência de recursos financeiros, a negociação pelo do escambo tende a se tornar mais rara, ainda que não desapareça por completo.

No ambiente do mercado encontram-se agentes econômicos dispostos a efetuar trocas de bens ou serviços com o intuito de suprir suas necessidades e de gerar mais renda com seus excedentes que serão utilizados em momento posterior. Com o incremento das relações comerciais, tornaram-se comuns os mercados, que adotaram novos contornos, com emprego de novas tecnologias, como ocorre nos ambientes virtuais.

O relevante papel exercido por um mercado é o de permitir que os agentes encontrem produtos específicos nele comercializados e façam escolhas mais rápidas, novamente diminuindo custos de transação, além de promover outros benefícios como permitir a livre concorrência, uma vez que atrai vários ofertantes e demandantes ao mesmo tempo que acabam se submetendo à lei da oferta e da procura de forma mais efetiva.

Nesse ponto, salienta-se que as interações comerciais são dependentes de confiança e da segurança que os agentes econômicos têm em face de cada

²¹ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo : Atlas, 2005, p. 406/407. A necessidade e o avanço das relações comerciais que decorreram da substituição do escambo para a realizada através de intermediação financeira e utilização da moeda, confira-se a lição de Lopes e Rossetti: “[...] em uma economia em que as trocas se estabelecem por meio do escambo, não há possibilidade de formação de mercados monetários e de intermediação de ativos financeiros. As atividades econômicas restringem-se à produção, a intercâmbio direto, ao consumo e à estocagem de ativos reais. [...] À medida que se estabelecem condições para a intermediação financeira, os agentes econômicos superavitários, cujos rendimentos correntemente recebidos são superiores aos seus dispêndios totais, poderão canalizar suas disponibilidades de caixa aos agentes econômicos deficitários, cujos dispêndios globais em consumo e investimento são superiores às suas disponibilidades imediatas. Este sistema de canalização de recursos de agentes superavitários para agentes deficitários estimulará ainda mais as atividades econômicas, por gerar condições de expansão da demanda agregada, na forma de mais consumo ou de mais investimento”.

contratante e em relação ao uso da moeda como padrão de trocas fazendo parte do ambiente de negociações de um mercado.

Além da necessidade de aquisição de produtos e do valor atribuído a ele, a confiança na efetivação do negócio é um dos elementos que permeia as interações comerciais. A esse respeito, em um mercado organizado e regulado a confiança que o investidor busca na troca de informações com a outra parte, e das sanções contratuais que evitem condutas violadoras, são transferidas para normas que caráter geral. O resultado desejado por meio desse conjunto de regras que imponham o cumprimento das obrigações, é o de que ocorram trocas mais eficientes em função da redução dos custos de transação, pelo fato das partes se comportarem dentro de padrões pré-estabelecidos²².

O mercado financeiro tem como objeto a integração de agentes econômicos superavitários e deficitários, organizando o fluxo da moeda entre estes dois agentes com o objetivo de investimento e financiamento de projetos e da atividade produtiva, permitindo o crescimento da economia. Como ver-se-á mais adiante, o mercado financeiro apresenta diferentes meios para promover o investimento e o financiamento da atividade produtiva, nos quais se inserem os fundos de investimento.

Dessa forma, o conjunto de mercados que tem como função a intermediação de ativos financeiros entre os diversos agentes econômicos e com o intuito de promover o financiamento da atividade produtiva é o que se chama de mercado financeiro²³.

²² GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (Interpretação e Crítica)* – São Paulo : Malheiros, 2015, p. 30. Oportuna é a lição de Eros Roberto Grau no mesmo sentido: “O mercado, anota ainda Irti, é uma ordem no sentido de regularidade e previsibilidade de comportamentos, cujo funcionamento pressupõe a obediência, pelos agentes que nele atuam, de determinadas condutas. Essa uniformidade de condutas permite a cada um desses agentes desenvolver cálculos que irão informar decisões a serem assumidas, de parte deles, no dinamismo do mercado. Ora, como o mercado é movido por interesses egoísticos – a busca do maior lucro possível – e a sua relação típica é a relação e intercâmbio, a expectativa daquela regularidade de comportamentos é que o constitui com uma ordem. E essa regularidade, que se pode assegurar somente na medida em que critérios subjetivos sejam substituídos por padrões objetivos de conduta, implica sempre a superação do individualismo próprio ao atuar dos agentes do mercado.

²³ KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson Prentice, 2011, p. 4. “Na teoria econômica, o termo ‘mercado’ é utilizado para se referir às condições gerais sob as quais compras e vendas são realizadas. [...] Nos mercados financeiros, como o nome já indica, os produtos comercializados são os ativos financeiros, genericamente falando. Isso inclui moeda nacional e estrangeira, além de outros ativos financeiros. Ao conjunto de instituições e instrumentos do mercado financeiro, denominamos sistema financeiro.”

Destaca-se, pois, que ao longo da história diferentes instrumentos foram sendo utilizados para o incremento da atividade comercial, tais como a criação da moeda e dos títulos de crédito, da reunião de ofertantes e demandantes em mercados, da existência de contratos comerciais específicos, do surgimento da intermediação financeira e, também, da criação das bolsas de mercadorias e valores. De toda sorte, é perceptível a constante expansão do comércio e dos mecanismos que lhe facilitem, como se verifica hodiernamente no comércio eletrônico e na criação de moedas virtuais.

Assim, a fim de permitir o encontro de agentes interessados em determinados produtos, a atividade econômica se diversifica para prestar maior satisfação e atender às necessidades dos agentes que participam do mercado. No tocante às aplicações disponíveis aos investidores encontram-se ações, moedas estrangeiras e debêntures, entre outras.

Com o intuito de facilitar ainda mais o encontro dos agentes do mercado, torna-se relevante fator para o incremento da atividade econômica a utilização de intermediação financeira²⁴, que pode contribuir para a diminuição dos custos de transação²⁵ e, como consequência, permitir melhor alocação de recursos.

Cumprе lembrar que são considerados agentes superavitários os que obtêm mais recursos do que conseguem gastar para suprirem suas necessidades. Já agentes deficitários são aqueles que necessitam de mais recursos do que dispõem para atender aos seus anseios. Fazem parte, no primeiro caso, as famílias que utilizam poupança e desejam obter lucros financeiros; no segundo caso, as

²⁴ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8. “Os recursos da economia são movimentados no mercado, em sua grande parte por intermediários financeiros, que trabalham de forma especializada e voltados para entrosar, conforme abordado, expectativas e interesses de agentes econômicos com capacidade de poupança com os tomadores de recursos. [...] Esse aperfeiçoamento dos mecanismos de intermediação financeira contribui de forma relevante para o bem-estar econômico de um país, atuando sobre os níveis de poupança, investimento, rendas, taxas de emprego, consumo, entre outros”.

²⁵ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 411. O financiamento da atividade econômica pode ocorrer de forma direta entre os agentes econômicos ou indireta, com a atuação da intermediação financeira. A respeito das vantagens da intermediação financeira, confira-se o texto de Lopes e Rossetti: “Independentemente da estrutura institucional do sistema financeiro da economia, a função essencial da intermediação financeira é a de processar os fluxos de financiamento indireto da economia. “

sociedades empresárias que necessitam de investimentos para ampliação de sua atividade.

A intermediação financeira que promove o encontro desses agentes é de especial interesse para atividade econômica, a fim de se manter em contínuo crescimento, já que sem essa interação a economia tende a se estagnar enquanto os agentes financeiros não se sentirão estimulados a efetuar trocas de bens. A ausência de interação entre agentes econômicos pode decorrer da falta de necessidades a serem supridas e, por outro lado, pela falta de estímulos por novos investimentos, pela falta de demanda por produtos.

A ausência de transferência de recursos entre agentes econômicos, não gerando investimentos nos setores produtivos por falta de demanda, impede a expansão da economia.

O financiamento da atividade econômica pode ser efetuado diretamente entre agentes econômicos ou indiretamente por intermediação financeira. No primeiro caso, os custos de transação serão maiores em função da necessidade de os agentes econômicos buscarem informações sobre o destino dos investimentos e dos resultados esperados. Por sua vez, no financiamento indireto, na atuação dos intermediários, que contam com maior grau de especialização para encontrarem melhores aplicações financeiras, serão reduzidos os custos de transação.²⁶

A atividade de intermediação financeira é justificada pela necessidade de equilíbrio entre o volume de poupança e os empréstimos efetuados a agentes

²⁶ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo : Atlas, 2005, p. 411. Em relação a este argumento, confira-se Lopes e Rossetti: "O financiamento direto envolve, comparativamente ao indireto, maiores custos privados e sociais. Ele resulta do contato, sem intermediação, dos agentes deficitários com os superavitários, dispostos a negociar os termos em que se processará a transferência de recursos de uns para outros, em consonância com a satisfação de suas opostas necessidades. Não obstante possam apresentar algumas vantagens, decorrentes do contato direto que esse estabelece entre os agentes envolvidos, o financiamento direto geralmente esbarra em inúmeras dificuldades operacionais. [...] deve-se esperar que tanto os agentes deficitários quanto os superavitários despendam grande parte do tempo e trabalho para localizar aqueles com os quais possam transacionar em bases reciprocamente convenientes. Além disso, os agentes superavitários assumem todo um conjunto de encargos referentes à análise das possibilidades de seus ganhos reais, dos graus de incerteza e dos riscos envolvidos na operação. [...] Essas inconveniências e custos, somados à alta exposição a riscos e incertezas, tendem a tornar os financiamentos diretos pouco atraentes. "

deficitários. Se os agentes conseguissem igualar os dispêndios com a poupança não haveria necessidade de intermediação.²⁷

Dada a sua importância, é correto apontar que a intermediação financeira deva ocorrer entre pessoas físicas ou jurídicas com conhecimentos específicos²⁸, que podem ser agentes públicos ou privados, cujo ambiente de atuação deve ser um sistema que os interligue. Nele deverão ser observados regras e procedimentos que prevejam a proteção dos investidores, a fim de lhes proporcionar estímulo à aplicação financeira, permitindo ao mercado a melhor alocação dos recursos.

Nesse momento, é importante divisar o sistema financeiro do sistema econômico, distinguindo-os da seguinte forma: no primeiro caso, o sistema econômico tem como objeto a “produção, distribuição e consumo de bens e serviços, e as relações entre as atividades na sociedade” e, no segundo caso, o sistema financeiro tem como objeto os “fatores como moeda, tempo e risco [...] e reúne instituições que atuam na emissão de moeda, na sua circulação e concessão de crédito, na transformação de riscos”²⁹.

Ambos sistemas se relacionam, uma vez que eles interferem no crescimento da economia de um país. No contexto do sistema econômico estão incluídas as políticas macroeconômicas de preservação do poder de compra da moeda e as relativas ao câmbio, de manutenção da paridade entre nossa moeda e as moedas estrangeiras. Por seu turno, o sistema financeiro engloba todas as instituições presentes no mercado financeiro, públicas ou privadas, regulando a atuação de interessados e intermediários com objetivo de transferência de crédito³⁰.

²⁷ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 8.

²⁸ Ibid., p. 9. Explica Assaf Neto que: “Os intermediários financeiros introduzem diversas vantagens no sistema econômico e em suas metas de crescimento. Numa economia globalizada, em que as operações de mercado se tornam mais complexas, os intermediários financeiros passam a trabalhar de forma mais especializada, sofisticando seus negócios e suas relações com tomadores e poupadores de recursos. Alguns poupadores, por exemplo, em vez de administrarem individualmente seus portfólios, podem transferir essa tarefa para instituições especializadas, mais bem preparadas tecnicamente para executarem a administração de carteiras. O intermediário financeiro constitui-se, ainda, num especialista nas negociações com títulos, o que permite oferecer operações financeiras mais sofisticadas a todos os agentes de mercado, mesmo para aqueles menos familiarizados com a dinâmica bancária.”

²⁹ SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 45.

³⁰ Ibid., p. 56. “[...] infere-se que o sistema financeiro organiza a circulação da moeda na economia. As transferências de poder de compra que suprem necessidade de pessoas, governo ou empresas se

Dentre os mais variados tipos de mercado³¹, objetiva-se neste estudo discutir os mercados de capitais, que fazem parte de um sistema maior, denominado sistema financeiro, a fim de se demonstrar o grau de regulação desse mercado no tocante a investimentos no exterior.

O mercado financeiro é segmentado de acordo com o objeto posto em negociação e divide-se em mercado monetário, de crédito, cambial, de capitais e de derivativos³².

O mercado monetário tem como parâmetro o estabelecimento de taxa de juros, e concentra-se em efetuar operações de curto e curtíssimo prazo, para controlar a liquidez dos meios de pagamento. Nesse mercado estão presentes as políticas de taxas de inflação e de juros.³³ No mercado de crédito, constituído por bancos comerciais e sociedades financeiras, o objeto são as operações envolvendo curto e médio prazo, destinados a financiar o consumo da pessoa física e a formação de capital de giro e ativo permanente para as pessoas jurídicas. No mercado cambial, o objetivo é a comercialização de moedas estrangeiras. O mercado de derivativos, por sua vez, realiza operações onde seus preços derivam do preço de outros ativos³⁴.

Já no mercado de capitais são realizadas operações de longo prazo, no qual bancos fazem intermediações entre empresas deficitárias e investidores. O objeto

destinam ao consumo ou a projetos de investimento, quer da administração, quer de particulares, cujos resultados positivos concorrem para o crescimento da capacidade de produção econômica. [...] Nos dois extremos do mercado estão os operadores que mantêm relações com o sistema. De um lado estão as famílias, que mantêm depósitos e/ou créditos contra bancos e outros intermediários financeiros e que têm cotas de fundos e valores mobiliários. Do outro lado ficam as empresas e o governo, o setor público, que recebem financiamentos por meio de bancos, de outros intermediários financeiros, ou via mercado, no caso de valores mobiliários emitidos por companhias abertas para negociação em mercados. É possível observar o sistema financeiro sob a ótica dos intermediários, aqueles que ligam as famílias, dos instrumentos que representam as relações de financiamento entre os operadores do mercado, ou ainda da estrutura na qual se realizam as diferentes atividades financeiras. Sob o plano normativo, analisa-se o complexo de normas que disciplinam o comportamento de qualquer um dos operadores o sistema”.

³¹ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 53-85S. São exemplos os mercados de mercadorias, de câmbio, crédito, de derivativos entre outros.

³² KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011, p. 4.

³³ PEREIRA, Cleverson Luiz. *Mercado de Capitais* [livro eletrônico] Curitiba: InterSaberes, 2013, p. 23.

³⁴ KERR. op. cit., p. 5.

comercializado são os títulos e valores mobiliários emitidos por companhias e seu objetivo é capitalizar as sociedades deficitárias.

O mercado de capitais é o elo entre investidores que desejam aplicações de longo prazo em atividade produtiva que são desenvolvidas pelas sociedades empresárias³⁵.

No ramo do mercado de capitais, no tocante aos fundos de investimento, temos que sua aparição em nosso país ocorreu de forma mais recente, em 1956, com o Fundo de Investimentos Crescincó, administrada pela norte-americana *International Basic Economy Corporation*, de Nova York.³⁶

Dessa forma, discorreu-se até o momento sobre o incremento da atividade comercial ao longo da história em decorrência da utilização de instrumentos que deram maior fluidez à transferência de bens como o uso da moeda, a utilização dos mercados e sua especialização em torno de determinados produtos.

Investidores e tomadores de empréstimo podem se utilizar de diferentes instrumentos para melhor realizar a transferência de patrimônio e obter vantagens.

Conforme ver-se-á adiante, o Estado oferece importante contribuição para a diminuição de riscos de inexecução dos contratos por meio da regulação e da fiscalização dos diferentes mercados e, ainda, se acaso o resultado pretendido pelos contratantes não for alcançado, de oferecer mecanismos para o adimplemento ou reparação das condutas violadoras.

Acredita-se, dessa forma, que o Estado possa contribuir de forma relevante para a estabilidade e confiança das relações efetuadas nos diversos mercados ao criar regras que imponham condutas que induzam ao adimplemento das obrigações pretendidas pelas partes.

³⁵ KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011, p. 5.

³⁶ ASHTON, Peter Walter apud Eizirik, Nelson; Gaal, Ariadna B.; Parente, Flávia; Henrique, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 82.

Na seção seguinte, detalha-se o Sistema Financeiro Nacional do qual o mercado de capitais faz parte.

1.1 Sistema Financeiro Nacional – Sfn

Como visto acima, a intermediação financeira é fundamental para o desenvolvimento da economia, por melhorar as interações entre os agentes econômicos e por dar credibilidade às relações financeiras, sendo que o papel do sistema financeiro é o de organizar essa intermediação e estimular o setor produtivo por meio de regulação e de fiscalização.

Nesse sentido, o que se pretende nesse capítulo é demonstrar como um sistema financeiro, em específico o nacional, pode servir para fomentar o fluxo de investimentos e desempenhar o relevante papel de promover o desenvolvimento econômico ao dar ou restabelecer a confiança aos seus interessados, utilizando-se de suas instituições e normas.³⁷

O sistema financeiro engloba os mais diversos tipos de organismos e instituições voltados para organizar, regular, fiscalizar e ainda aplicar, sanções se necessário, aos agentes econômicos nos diferentes tipos de mercado financeiro que tratam da circulação da moeda, do câmbio, da concessão de crédito, e do mercado de capitais. Neste último caso, dentre os diversos produtos à disposição de interessados, encontram-se os fundos de investimento³⁸.

A organização e estruturação do sistema financeiro visa garantir fluidez na interação entre os agentes econômicos por meio de mecanismos de supervisão e regulação que garantam um mínimo de segurança e confiança, possibilitando o fluxo de capital pelo do investimento. Para tanto, uma das formas aumentar a confiabilidade

³⁷ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 35. Por meio do SFN, viabiliza-se a relação entre agentes carentes de recursos para investimento e agentes capazes de gerar poupança e, conseqüentemente, em condições de financiar o crescimento da economia.

³⁸ SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011, p. 41. Em certos aspectos, abstrações e modelos conceituais podem ser aplicados a diferentes fenômenos para estabelecer regularidades e, portanto, deduzir regras. É essa regularidade que permite aplicar o modelo organizativo e unificador da teoria geral dos sistemas às ciências abstratas e sociais. Nesse plano das ciências sociais, a noção de sistema compreende o ambiente e as instituições, as hierarquias e metas, os procedimentos socialmente adotados e a informação de que se valem as pessoas para agir.

dos investidores para que apliquem recursos no mercado financeiro é a redução da assimetria de informações, objeto principal do presente trabalho.

A confiabilidade atribuída à redução da assimetria de informações reside na possibilidade dos agentes fazerem escolhas racionais, entendidas como preferência por produtos de qualidades semelhantes e que possibilitem trazer maiores benefícios aos contratantes.

Todavia, ressalta-se que a redução da assimetria de informações, conforme se verá mais adiante, é apenas um dos objetivos que compõem a regulação e organização dos mercados e do sistema financeiro com o intuito de proporcionar aos agentes que façam escolhas racionais.

O sistema financeiro, conforme interpretação conjunta dos arts. 3º e 192 da Constituição Federal de 1988 - CF/88, assume o papel de garantidor do desenvolvimento social³⁹, tendo como princípios “a construção de uma sociedade livre, justa e solidária; a garantia do desenvolvimento nacional; a erradicação da pobreza e da marginalização; a redução das desigualdades sociais e regionais e, a promoção do bem de todos”⁴⁰.

Assim, cabe a todo sistema financeiro tentar conciliar os objetivos de lucros dos aplicadores com o desenvolvimento social.

Ressalte-se mais uma vez que o investimento efetuado nos diferentes mercados que compõem o sistema financeiro é operação que se desenvolve com base em confiança entre agentes que muitas vezes pouco se conhecem. Todavia,

³⁹ FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. Rio de Janeiro : Forense, 2009, p. 403/404. “[...] nos Estados que se organizam em torno de sistemas econômicos descentralizados, baseados em valores de livre-iniciativa e liberdade de concorrência, como é o caso da República Federativa do Brasil, o sistema financeiro nacional assume um inegável papel de ente garantidor do desenvolvimento socioeconômico da Nação. Isto porque se trata de um relevante instrumento de garantia de acesso a crédito e maximização do bem-estar econômico. Para tanto, mister se faz garantir que as relações de trocas realizadas no mercado financeiro sejam efetuadas de forma clara e transparente, garantindo-se uma alocação eficiente de recursos para as atividades econômicas [...] Assim, uma exegese sistemática e extensiva do art. 3º combinado com o art. 192, nos remete que, na consecução de suas atividades, toda atuação das entidades financeiras e congêneres deverão atender a um plano maior de políticas públicas estabelecidas pelo legislador, seja constituinte, seja ordinário, conciliando a obtenção de lucro, fim maior e precípua de toda entidade empresarial, com a persecução dos interesses da coletividade e o atingimento do desenvolvimento racional e sustentável da Nação.”

⁴⁰ Constituição Federal de 1988.

pelo fato de haver normas que imponham práticas de transparência e responsabilidade, com o intuito de possibilitar a observância dos contratos, a movimentação financeira é constante.

O sistema financeiro, portanto, deve ser entendido como um conjunto de instituições financeiras e seus mecanismos que auxiliam e facilitam a interação entre agentes dispostos a tomar empréstimos, que necessitam de dinheiro para o desenvolvimento de alguma atividade e, de outro lado, poupadores, detentores de excedentes financeiros dispostos a emprestar seus recursos mediante à possibilidade de lucro⁴¹.

A regulação do sistema financeiro em nosso país está inicialmente disposta na Constituição Federal, na parte que trata do Sistema Financeiro Nacional, em seu art. 192⁴². Em complementação ao dispositivo constitucional, o Sistema Financeiro Nacional é tratado na Lei nº 4.595, de 29 de dezembro de 1964, que dispõe da estrutura do Sistema Financeiro Nacional, e na Lei nº 4.728, de 14 de julho de 1965, que regula o Mercado de Capitais e Financeiro.

Embora a legislação que trata do Sistema Financeiro Nacional preceda à Constituição Federal de 1988, a Lei nº 4.595, de 1964 foi recepcionada como lei complementar, conforme leitura do art. 192 da CF/88, requerendo um processo legislativo mais rigoroso em sua modificação.⁴³

A partir do texto constitucional e da legislação complementar, pode-se segmentar o Sistema Financeiro Nacional em entidades superiores e reguladoras e as instituições supervisionadas.

⁴¹ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 36. O Sistema Financeiro Nacional pode ser entendido como um conjunto de instituições financeiras e instrumentos financeiros que visam, em última análise, transferir recursos dos agentes econômicos (pessoas, empresas, governo) superavitários para os deficitários. Todo processo de desenvolvimento de uma economia exige a participação crescente de capitais, que são identificados por meio da poupança disponível em poder dos agentes econômicos e direcionados para os setores produtivos carentes de recursos mediante intermediários e instrumentos financeiros. E é em função desse processo de distribuição de recursos no mercado que se evidencia a função econômica e social do sistema financeiro.

⁴² CF/88, Art. 192. O sistema financeiro nacional, estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a servir aos interesses da coletividade, em todas as partes que o compõem, abrangendo as cooperativas de crédito, será regulado por leis complementares que disporão, inclusive, sobre a participação do capital estrangeiro nas instituições que o integram.

⁴³ FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. Rio de Janeiro : Forense, 2009, p. 402/403.

Por entidades superiores temos o Conselho Monetário Nacional, que tem a incumbência de regular e de fiscalizar a atividade financeira.

Subordinadas ao Conselho Monetário Nacional - CMN, mas também com função supervisora e reguladora da atividade financeira, como o Banco Central do Brasil – BACEN e a Comissão de Valores Mobiliários – CVM.

Por último estão as instituições supervisionadas que atuam diretamente com poupadores, investidores e empresas, como bancos (comerciais, múltiplos e de investimentos), supervisionadas pelo Banco Central do Brasil e, bolsas de valores, sociedades corretoras e sociedades distribuidoras, supervisionadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

Alguns autores ^{44 45} propõem a divisão do Sistema Financeiro Nacional em dois subsistemas que compreenderiam, por um lado, as entidades destinadas à regulação do sistema e denominadas de “subsistema normativo” e, de outro lado, as instituições que têm como intuito a intermediação entre os agentes financeiros, denominado de “subsistema de intermediação”.

No primeiro caso, estão compreendidos o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e instituições especiais (Banco do Brasil, Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social e a Caixa Econômica Federal).

No tocante ao subsistema de intermediação, este é composto pelas instituições financeiras bancárias, instituições financeiras não bancárias, pelo Sistema Brasileiro de Poupança e Empréstimo, instituições auxiliares e instituições não financeiras.^{46 47}

O Conselho Monetário Nacional foi criado pela Lei nº 4.595, de 1964, como órgão regulamentador do Sistema Financeiro Nacional e regula as políticas de moeda e de crédito com o intuito de promover a estabilidade da moeda e o desenvolvimento

⁴⁴ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 36-48.

⁴⁵ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 438/439.

⁴⁶ ASSAF NETO. op. cit., p. 36-48.

⁴⁷ LOPES, op. cit., p. 438/439.

econômico e social do país⁴⁸. É um órgão normativo que tem como principais atribuições: “fixar diretrizes e normas da política cambial; b) regulamentar taxas de juros; c) regular a constituição e o funcionamento das instituições financeiras, bem como zelar por sua liquidez; d) estabelecer diretrizes para as instituições financeiras; e) acionar medidas de prevenção ou correção de desequilíbrios econômicos; f) disciplinar todos os tipos de créditos e orientar as instituições financeiras no que se refere à aplicação de seus recursos; e g) regular as operações de redesconto e as operações do mercado aberto⁴⁹.”

Abaixo do Conselho Monetário Nacional, e a ele se subordinado, situam-se: a) o Banco Central do Brasil, cuja principal atribuição é a execução das políticas elaboradas pelo Conselho Monetário Nacional e sua fiscalização e, b) a Comissão de Valores Mobiliários, que é a instituição que mais interessa a este trabalho, pois controla o mercado de valores mobiliários, dentre as quais as ações e as cotas de fundos de investimento.

A CVM tem como principal função incentivar a interação entre poupadores e sociedades empresárias tomadoras de recurso por meio da negociação de valores mobiliários (ações e debêntures por exemplo), regulando, autorizando e fiscalizando a emissão desses títulos.^{50 51}

Cumprе ressaltar que as normas que compõem o sistema financeiro e que determinam condutas mais rígidas na execução dos contratos não excluem a possibilidade de perdas financeiras aos agentes. O investimento no sistema financeiro sempre será uma opção de risco, lastreada ou não em informações relevantes, a qual será uma atribuição exclusiva do investidor ainda que este se valha da ajuda de especialistas. De igual forma, a adoção de regras de transparência para atrair

⁴⁸ Art. 2º, *caput*, da Lei nº 4.595, de 1964.

⁴⁹ ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009, p. 38.

⁵⁰ Ibid. p. 39.

⁵¹ LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005, p. 450/451. Sobre a função da Comissão de Valores Mobiliários: “São funções básicas da Comissão de Valores Mobiliários, entre outras, promover medidas incentivando à canalização das poupanças ao mercado acionário; estimular o funcionamento das bolsas de valores e das instituições operadoras de mercado acionário, em bases eficientes e regulares; assegurar a lisura nas operações de compra e venda de valores mobiliários e promover a expansão de seus negócios; dar proteção aos investidores de mercado”.

investidores é uma incumbência dos tomadores de empréstimo e será estimulada muito mais pela necessidade de investimentos.

Portanto, investidores e tomadores de empréstimo devem ter consciência de que apesar da confiança proveniente de um sistema financeiro sólido, com base em grande e regulada estrutura e, ainda, da transparência nas relações entre esses agentes ou decorrente da legislação, o risco de insucesso dos investimentos persistirá.

Dessa forma, uma boa regulação do sistema financeiro, com órgãos dotados de poderes de fiscalização e punição, e, também, contando com instituições que detenham conhecimento específico para a regulação dos diferentes mercados, promove e facilita o encontro entre os agentes financeiros em razão de alguma segurança conferida aos contratos a serem cumpridos⁵².

1.2 Valores mobiliários

A questão central do presente trabalho é demonstrar como ocorre a redução da assimetria informacional no âmbito dos fundos de investimento com aplicações no exterior, razão pela qual cumpre discorrer sobre a definição de valores mobiliários, os quais constituem o conjunto das cotas em fundos de investimento.

Adverte-se ser tormentosa a tarefa de conceituar os valores mobiliários “por não se tratarem de bens comuns em razão de não possuírem um valor intrínseco; por não serem usados ou consumidos e, porque os valores mobiliários conferem diferentes direitos entre seus titulares”.⁵³

⁵² PEREIRA, Cléverson Luiz. *Mercado de Capitais* [livro eletrônico] Curitiba: InterSaberes, 2013, p. 59. De acordo com Pereira: “O SFN é um dos setores mais regulamentados do mundo. Isso acontece porque é papel do governo aumentar a informação disponível aos participantes e garantir o adequado funcionamento do sistema, melhorando o controle sobre a oferta e demanda de moeda”

⁵³ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 25/26.

Por sua vez, conceitua-se o valor mobiliário como sendo “todos os papéis emitidos pelas sociedades anônimas para captação de recursos financeiros no mercado”⁵⁴.

Com efeito, pelo dos dois conceitos apresentados, pode-se elaborar a ideia de que os valores mobiliários são emitidos pelas sociedades anônimas e conferem direitos aos seus titulares e, por serem emitidos com a finalidade de obtenção de investimentos, os investidores tornam-se credores das sociedades anônimas.

O rol dos valores mobiliários disponíveis no mercado de capitais está especificado no art. 2º da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, o qual inclui as ações, debêntures, bônus de subscrição, os certificados de depósito de valores mobiliários, as cédulas de debêntures, as notas comerciais, os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários, outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes.

Após longo tempo de vigência, a Lei nº 6.385, de 1976 teve significativa alteração pela Lei nº 10.303, de 31 de outubro de 2001 que incluiu, no inciso V do art. 2º, no rol dos valores mobiliários, as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos.

Todos os valores mobiliários estão relacionados à atividade empresarial. Os fundos de investimento em ações, em consequência, também se referem à atividade empresarial, diferenciando-se apenas pelo fato de ser uma forma de aplicação não em uma sociedade específica, mas em diferentes sociedades que compõem a carteira do fundo.

O investimento em ações tem relação direta com a atividade de produção e distribuição de mercadorias, característica da atividade empresarial que deve ter como propósito a busca pelo lucro.

Cumprе recordar que sócios ou acionistas mantém uma relação indireta com a atividade empresarial que é desenvolvida pela sociedade empresária, a qual assume obrigações e é detentora de direitos. O sócio ou acionista, por sua vez, manterá uma

⁵⁴ REQUIÃO, Rubens. *Curso de Direito Comercial*, v. 2. 25. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2007, p. 28.

relação de crédito com a sociedade empresária que se evidenciará na partilha dos lucros ou no recebimento de sua cota parte em caso de dissolução.

Novamente, saliente-se que em razão do intuito lucrativo do exercício da empresa a sociedade assume riscos que podem ser pequenos a depender do ramo de atividade, mas que sempre estarão presentes. Dessa forma, todos os que investem na atividade empresarial, independente da vontade de serem assumidos os riscos desse ramo de atividade, estão sujeitos ao insucesso da sociedade.⁵⁵

Nossa legislação preferiu apresentar um rol do que sejam valores mobiliários a conceituá-los, e o fez, primeiramente, na Lei nº 6.385, de 1976 já referida, restringindo-se aos títulos emitidos pelas sociedades anônimas. Com a edição da Lei nº 10.198, de 14 de fevereiro de 2001 ampliou-se o referido rol ao dispor que valores mobiliários são, *verbis*: “[...] quando ofertados publicamente, os títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros”⁵⁶.

Por meio da indicação legal dos valores mobiliários, pode-se deles distinguir os seguintes elementos: a) trata-se de títulos ou contratos; b) de investimento coletivo, isto é, não se limitam ao indivíduo, c) são ofertados ao público e de livremente negociação aos investidores; d) cujos benefícios podem ser representados através da participação, da parceria, da remuneração que pode ser resultante de prestação de

⁵⁵ Lembre-se aqui dos danos ocasionados pela companhia Samarco Mineração S.A, com o rompimento de barragem na cidade de Mariana/MG, cuja dimensão ainda não foi aferida e cujos efeitos no meio ambiente pode levar décadas para serem revertidos, o que acarretará prejuízos para a companhia e, em consequência, aos acionistas.

⁵⁶ Antes da edição da Lei nº 10.198, de 2001, o art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976 descrevia literalmente quais eram os valores mobiliários da seguinte forma: I - as ações, debêntures e bônus de subscrição; II - os cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramento relativos aos valores mobiliários referidos no inciso II; III - os certificados de depósito de valores mobiliários; IV - as cédulas de debêntures; V - as cotas de fundos de investimento em valores mobiliários ou de clubes de investimento em quaisquer ativos; VI - as notas comerciais; VII - os contratos futuros, de opções e outros derivativos, cujos ativos subjacentes sejam valores mobiliários; VIII - outros contratos derivativos, independentemente dos ativos subjacentes; e IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

serviços e, e) os rendimentos não advém do empenho direto do investidor na empresa, mas sim, do esforço de terceiros⁵⁷.

Os valores mobiliários podem conferir outros direitos que não se resumem ao investimento, mas também podem se revestir no direito de participar da gerência das sociedades, fiscalizando e participando de suas deliberações, todavia, os rendimentos do investimento devem advir do esforço do empreendedor ou de terceiros.

O art. 1º, §3º, inciso I, da Lei nº 10.198, de 2001 dispõe que a emissão de valores mobiliários é exclusiva das sociedades anônimas. Entre os valores mobiliários, o mais usual é a ação que é a representação de parcela do capital social de uma sociedade anônima e atribui ao seu proprietário o direito de participação na sociedade (*status socii*).

Lembre-se que a atividade exercida por qualquer sociedade por ações será sempre empresária, com intuito de lucro, conforme disposto no art. 2º da Lei 6404/76, e na busca pelo lucro a sociedade assume riscos.

1.3 Fundos de investimentos

Delimita-se o âmbito de estudo desse trabalho sobre a espécie fundos de investimento com maior enfoque sobre os fundos de investimento em ações, sem adentrar os fundos de investimento multimercado, imobiliários entre outros, o qual será retomado adiante.⁵⁸

Inicia-se a seguir o esclarecimento sobre a natureza jurídica das ações.

1.3.1 Natureza jurídica das ações

⁵⁷ MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. *O conceito de valor mobiliário*. Revista de Administração de Empresas, v. 25, n. 2, p. 37-51, 1985.

⁵⁸ Os fundos de investimento, cujas cotas são valores mobiliários com bastante procura no cenário nacional, correspondem a um faturamento anual de R\$ 40,1 bilhões de reais. (Fonte Valor Econômico, disponível no site <http://www.valor.com.br/financas/3785394/fundos-de-investimentos-tem-captacao-liquida-de-r-184-bi-na-semana>)

Uma primeira análise sobre a natureza jurídica das ações indica que se trata de um valor mobiliário⁵⁹ que confere ao titular o *status* de sócio de uma sociedade anônima. A partir desse breve enunciado sobre o que são ações, deve-se, preliminarmente, discorrer sobre o conceito de valores mobiliários, uma vez que, as ações são espécie do gênero valores mobiliários.

De acordo com o art. 11 da Lei nº 6.404, de 1976, o capital social das sociedades anônimas será dividido em ações conforme determinado no estatuto, podendo ou não ter valor nominal. Tradicionalmente, deduz-se que as ações determinam parcela de uma sociedade anônima e correspondem à divisão do capital social. Tal argumento está em desuso e parte da doutrina tem asseverado que essa clássica definição não é mais adequada, pois as ações não se resumem ao valor do capital social, porque o valor de uma ação é variável de acordo com o mercado, isto é, o valor das ações não se resume a dividir o capital social pelo número de ações.⁶⁰

61

As ações também podem ser compreendidas como títulos negociáveis, objeto de direito e, dessa forma, serem objeto de negócios jurídicos, tais como cessão de direitos, compra e venda, penhor.⁶² Em função de sua negociabilidade, parcela da doutrina considera as ações como títulos de crédito. Por outro lado, a doutrina igualmente indica que faltam alguns requisitos às ações para serem consideradas

⁵⁹ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. v. 1, 3. ed. São Paulo: Atlas, 2011, p. 432. No mesmo sentido: “Indubitavelmente, as ações são valores mobiliários, isto é, títulos livremente negociáveis que asseguram a participação nos resultados da companhia”

⁶⁰ CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, v. 1. Art. 1º a 74 – São Paulo: Saraiva, 2013, p. 208/209. “A ação deixa, na Lei de 1976, de representar uma ideia rígida do valor do capital, para caracterizar-se como instrumento através do qual os sócios exercitam os seus direitos assegurados na lei e no estatuto, com abstração completa (ações sem valor nominal) ou parcial (ações com valor nominal emitidas com ágio) das entradas de capital. As ações passam, dessa forma, a ter um sentido de participação societária e de divisão numérica do capital (*share*), deixando de se apresentar como parcela monetária do valor total do capital (*stock*) “. “

⁶¹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011. Os autores definem ações como sendo “um título de participação no capital social da sociedade anônima emissora, que confere ao seu titular o status socii, ou seja, o direito de participar da sociedade, como acionista. Representa os direitos e as obrigações que o acionista adquire, na qualidade de sócio da companhia, em função de sua participação no capital social.

⁶² CARVALHOSA. op. cit., p. 211.

títulos de crédito por não se apresentarem em uma cártula, mas que os seus titulares podem exercer seus direitos independente da contra apresentação⁶³.

Dessa forma, extrai-se do conceito das ações que elas são títulos que conferem aos seus titulares o direito de participação na vida social e nos lucros nas companhias e que são negociáveis.⁶⁴ Os valores mobiliários, das quais a ações fazem parte, eram conceituados como títulos representativos de crédito ou de direitos sobre esses títulos, emitidos pelas sociedades anônimas e negociáveis no mercado de capitais.⁶⁵ Portanto, o detentor de uma ação se torna sócio da sociedade anônima e possuidor dos direitos inerentes a essas ações, patrimoniais ou políticos, tais como participação em deliberações – votar ou ser votado, e participação nos lucros ou o dever de aceitar os prejuízos⁶⁶.

O risco representa a medida em que as sociedades empresárias podem incorrer no insucesso de seus investimentos e o resultado desse insucesso pode chegar à perda total dos valores despendidos⁶⁷.

⁶³ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. v. 1, 3. ed. – São Paulo : Atlas, 2011, p. 437. Citando Newton de Lucca que é forçosa a conclusão de que a ação nominativa no Direito brasileiro não pode ser considerada um título de crédito. E não pode sê-lo porquanto a sua apresentação não é necessária para o exercício do direito que nela é mencionado. Faltar-lhe-ia, assim sob tal aspecto, o elemento essencial, consistente na cartularidade.

⁶⁴ Abre-se apenas uma exceção quanto as ações chamadas de Golden share que não são negociáveis e que apenas representa um direito de participação política nos rumos da companhia.

⁶⁵ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 53. Explicam que o conceito de valores mobiliários no Brasil decorria do direito francês e não do conceito elaborado pela SEC, o que limitava sua abrangência para os títulos emitidos pelas sociedades anônimas.

⁶⁶ O termo “empresa” designa a atividade que busca profissionalmente e com intuito de lucro e com organização a circulação de bens ou serviços. Assim, a atividade empresarial deve buscar o lucro, ainda que ele não ocorra. Por outro lado, o fato de visar lucro, a atividade empresarial também pode se deparar com os riscos das perdas.

⁶⁷ PINHEIRO, Armando Castelar e SADI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 124. No mesmo sentido, veja-se a noção de risco aduzida por Pinheiro e Sadi: “Pelo senso comum, risco é impreciso, incerto e que traz dúvidas. Num sentido econômico ou financeiro, o risco reflete o fato de que, dependendo de como evoluem as coisas – ou, mas formalmente, de ‘estado da natureza’ prevalece no futuro-, um mesmo empreendimento pode resultar em lucro ou em prejuízo financeiro. Num sentido jurídico mais amplo, pode significar mais precisamente a possibilidade de perda (ou ganho), ou a probabilidade de se inculcar responsabilidade pelo dano causado a outrem. Risco é, portanto, em igualdade de condições e com o cumprimento de regras determinadas, a possibilidade de perda concomitante à de ganho. Risco é álea, ou seja, aquilo que traz, ou mesmo tempo, a chance de prejuízo e a possibilidade de risco. [...] Todos os agentes econômicos no mercado estão sempre exercendo suas atividades econômicas com o fito de obter lucros e, em face disso, correm os correspondentes riscos. “

No exercício da empresa, as sociedades empresárias visam lucros e assumem a possibilidade de prejuízos. Este é o risco do empreendimento em participar da atividade econômica. Todos os que aderem à atividade empresarial devem ter previamente a noção do risco.

Ainda que este risco se apresente pequeno, é existente em qualquer ramo de atividade. Suponha-se, por exemplo, o envase e a venda de água mineral, que *a priori* não parece ser atividade de risco, mas que em determinado momento a indústria se depara com a contaminação da fonte. Não há necessidade de serem ocasionados danos diretos aos consumidores para a sociedade incorrer em prejuízo, bastando o fato da fonte permanecer inapta para o consumo, paralisando as atividades. Tal situação pode se agravar se a poluição permanecer por longo período, podendo acarretar inclusive o fim das atividades.

Assim, o investidor que participa de uma sociedade por ações, segue a mesma sorte das sociedades anônimas na atividade empresarial (sucesso ou insucesso)⁶⁸. Cabe ao investidor, a fim de diminuir esse risco ter habilidade suficiente para melhor direcionar seus investimentos, podendo se valer de ajuda de intermediários, gestores de investimentos – *asset management* - ou de instrumentos de diversificação dos riscos, como ocorre com os fundos de investimento.

1.3.2 Fundos de Investimento em ações

O conceito de fundos de investimento está previsto no art. 3º da atual Instrução CVM 555/2014, repetindo os termos do art. 2º da Instrução CVM 409/2004, que

⁶⁸ CATEB, A. Análise Econômica da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista da AMDE*, Local de publicação (editar no plug-in de tradução o arquivo da citação ABNT), 1, jan. 2009. Disponível em: <<http://revista.amde.org.br/index.php/ramde/article/view/10/9>>. Acesso em: 09 Nov. 2015, p. 3 e 4. Aponta Cateb, que se deve “ter em mente que a atividade empresária se caracteriza pelo exercício de a) uma atividade; b) econômica; c) profissionalmente exercida; d) de forma organizada; e) destinada a atingir o mercado; f) com finalidade lucrativa, e g) lícita [...] a presença do elemento lucro não é essencial para a caracterização da atividade empresária. A busca pelo lucro, sim. A obtenção do lucro, contudo, não. Determinada atividade empresária pode, por circunstâncias alheias ou não à vontade do empresário, não ser lucrativa em determinado ou determinados exercícios.” Em seguida, o autor descreve o elo de ligação entre a legislação aplicável às sociedades anônimas e a Análise Econômica do Direito. Vejamos: [...] Se para a empresa a busca pelo lucro é uma das principais razões de sua existência, também para o investidor o retorno do investimento, na forma de participação em lucros maiores, justifica e incentiva a criação e aplicação de lei de forma mais eficiente economicamente considerada”.

descreve que “é a comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”.⁶⁹

Apesar de a norma citada ser recente, ainda é controvertida a natureza jurídica dos Fundos de Investimento, sendo que doutrinariamente é possível se dividir sua definição com base na teoria do condomínio, teoria societária e teoria da propriedade fiduciária⁷⁰.

Com relação à teoria condominial, adotada pela Instrução CVM nº 555/14, como ver-se-á adiante, alguns doutrinadores aduzem que sua forma é de condomínio especial, necessitando de temperamentos com as regras societárias⁷¹, como exemplo, o fato de os proprietários de cotas de fundos de investimento não terem livre

⁶⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 83. “os fundos de investimento organizam-se, juridicamente, sob a forma de condomínio, sem personalidade jurídica, constituindo uma comunhão de recursos destinados à aplicação em carteiras compostas pelos mais diversos ativos financeiros, como títulos da dívida pública, ações, debêntures e outros títulos ou contratos existentes no mercado. Os fundos de investimento, ao contrário do que ocorre com as companhias de investimento, apresentam uma feição contratual e não societária, uma vez que não há entre os investidores relação interpessoal associativa – a affectio. Ao contrário, a relação dos investidores entre si é irrelevante para a constituição e funcionamento de um fundo, uma vez que, ao aderirem ao fundo, estes vinculam-se ao administrador, que lhes presta serviços de administração e de gestão de seus recursos.

⁷⁰ COELHO, Alexandre Ramos. A indústria de fundos de investimento no Brasil: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimentos. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em 10 nov. 2015, p. 25. “Por fim, expostas as três principais correntes teóricas sobre a natureza jurídica dos fundos de investimento (teoria do condomínio, teoria societária e teoria da propriedade fiduciária), observa-se que não há concordância e que o assunto gera controvérsia entre os estudiosos. O fato é que a estrutura dos fundos de investimento no Brasil não se ajusta de forma integral em nenhuma das três teorias abordadas. Não se rejeita a importância dos estudos que visam determinar a incidência de um regime jurídico específico aos fundos de investimento.”

⁷¹ FREITAS, Ricardo de Santos. *Natureza Jurídica dos Fundos de Investimento*. São Paulo, Quartier Latin, 2005 apud EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 82.

disposição de sua cota-parte da mesma forma como determinada pelo art. 1.314 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002, Código Civil brasileiro.^{72 73}

Ainda que não se utilize o termo “propriedade condominial”, o presente texto buscará demonstrar que a figura do cotista muito se assemelha ao do sócio no que tange ao dever de integralizar as cotas dos fundos, da responsabilidade pelos prejuízos e dos direitos à percepção dos lucros.

Para tanto, os que criticam a teoria societária da natureza jurídica dos fundos de investimento insistem na falta de personalidade jurídica dos fundos de investimento e de deliberações entre os sócios, já que todos os cotistas se submetem ao administrador e ao gestor na forma do estatuto, que é pré-determinado, fugindo ao espectro das discussões no âmbito societário. Convém, todavia, lembrar do art. 50 da Lei nº 4.728, de 1965, na parte da Lei que trata do funcionamento dos “fundos de investimento”, o qual permite ao fundo de investimento sua conversão em sociedade anônima.

Outra teoria que se apresenta para explicar a natureza jurídica dos fundos de investimento é a teoria da propriedade fiduciária que leva em consideração o fato de o titular da propriedade do fundo ser administrador e os cotistas manterem uma relação de confiança com ele, contrapondo-se à teoria condominial onde cada cotista é proprietário de sua cota. Critica-se este posicionamento em razão de faltar o elemento garantia aos fundos de investimento e, apesar dessa relação de confiança entre cotistas e administradores dos fundos ser existente, o fato de não haver uma garantia específica nessa relação investidor/administrador, foge ao contexto do próprio termo “fidúcia”⁷⁴.

⁷² Código Civil/ 02, art. 1.314. Cada condômino pode usar da coisa conforme sua destinação, sobre ela exercer todos os direitos compatíveis com a indivisão, reivindicá-la de terceiro, defender a sua posse e alhear a respectiva parte ideal, ou gravá-la. Parágrafo único. Nenhum dos condôminos pode alterar a destinação da coisa comum, nem dar posse, uso ou gozo dela a estranhos, sem o consenso dos outros.

⁷³ RAVACHE, Leandro Alberto Torres; DE HOLANDA RAMOS, Luciana; NETO, Walter Pereira Bastos. Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 243-286, 2012

⁷⁴ RAVACHE, Leandro Alberto Torres; DE HOLANDA RAMOS, Luciana; NETO, Walter Pereira Bastos. Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 243-286, 2012.

Teorias à parte, os ativos financeiros que podem compor uma carteira do fundo de investimento estão enumerados no art. 2º da Instrução CVM nº 555, de 2014, tais como títulos da dívida pública, contratos derivativos, ações, debêntures, bônus de subscrição, cupons, direitos, recibos de subscrição e certificados de desdobramentos, certificados de depósito de valores mobiliários, cédulas de debêntures, cotas de fundos de investimento, notas promissórias, e quaisquer outros valores mobiliários registrados junto à CVM.

Pode destacar que

Em face de os fundos de investimento poderem ser compostos por diversos ativos financeiros, inclusive títulos da dívida pública, ouro e títulos de crédito, como o *warrant*, o presente estudo será dedicado apenas a análise dos fundos de investimento em ações de sociedades anônimas, principalmente aos fundos de investimento cuja carteira seja composta por ativos de sociedade anônimas sediadas em outros países.

Em razão da redução dos riscos pela diversidade de investimentos, os fundos de investimento em ações atraem grande número de investidores para participarem do mercado de capitais. Agrega-se ao fato da redução dos riscos de investimento por sua diversificação, as facilidades tecnológicas que os operadores têm à sua disposição.

Com os avanços tecnológicos oferecidos atualmente, os investimentos em ações e fundos de investimento pelo mundo, entre cidadãos de países diversos, têm encontrado poucas barreiras, não sendo uma exclusividade de investidores institucionais, como bancos e outras instituições financeiras, pois investidores particulares também podem efetuar aplicações em outros países.

Em momentos de crise econômica como a vivida pelo Brasil e que se agravou substancialmente a partir de 2015, é de se supor que os investidores busquem outros mercados para aportar seu capital, em um movimento racional de fuga da instabilidade econômica e pela obtenção de mais lucro e segurança nos investimentos⁷⁵.

⁷⁵ “Crise aumenta apetite por investimentos no exterior”, veiculada em 14/03/2016. Disponível em : <<http://www1.folha.uol.com.br/mercado/2016/03/1749530-cri-se-aumenta-apetite-por-investimentos-no-exterior.shtml>> Acesso em 14 mar. 2016.

Nesse compasso, a Instrução nº 555/2014 da CVM dedicou um capítulo específico para tratar da segurança dos investimentos de brasileiros em países estrangeiros nos fundos de investimento, em razão desses fundos serem formados por ações de companhias estrangeiras.

Os fundos de investimento são hoje uma das formas de investir no mercado de capitais mais procuradas pelos investidores, tendo em vista a facilidade de aquisição das quotas e acessibilidade aos pequenos investidores, que podem participar do mercado com pequenas quantias.

Ainda que a diversificação dos ativos reduza os riscos do investimento, o que representa uma das qualidades dos fundos de investimento, importa não esquecer que a aplicação em mercado de capitais é uma atividade de risco, sendo muitas vezes possível que o investidor não obtenha os resultados pretendidos e, inclusive, tenha que contribuir para a diminuição do passivo⁷⁶.

O risco mais comum para o investidor no mercado de capitais e, de igual forma para os que aplicam em fundos de investimento em ações, continua decorrente da própria atividade empresarial.

Nesse ponto, a não ser que a carteira dos fundos de investimento em ações alcance um prejuízo em todas as sociedades empresárias que o compõem, o investidor terá lucros ou perdas com base na média dos resultados obtidos pelas empresas. Ao apostar na média dos lucros e da redução do risco, o investidor se apresenta, em princípio, mais cauteloso ao participar desse tipo de aplicação.

Os fundos de investimento podem ser apresentados em diversas linhas de aplicação, ou nas palavras da Instrução CVM nº 555, de 2014, conforme seu “principal fator de risco” e com objetivos diversos, tais como fundos de investimento em aplicações imobiliárias, fundos de investimento em direitos creditórios, fundos de investimento em empresas emergentes.⁷⁷

⁷⁶ Segundo a Instrução CVM nº 555, de 2014, em seu art. 25, inc. II, alínea “d”, o cotista deve tomar ciência de que “se for o caso, de que as estratégias de investimento do fundo podem resultar em perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo”

⁷⁷ CVM, na página <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/fundos.html>, acesso em 27/07/2015.

Sobre os fatores de risco, voltar-se-á a comentá-los à frente.

Nesse caso, as perdas havidas na atividade empresarial que levaram à depreciação das ações e a perda do valor investido, em geral, decorrem tão-somente do contexto de insucesso do bem comercializado, que não tenha alcançado o rendimento esperado, sem necessariamente existir qualquer ilícito na atividade que tivesse comprometido o desempenho da companhia.

Por se tratar de fato presumidamente reconhecido por todos os investidores de que a atividade empresarial é de risco, o investidor em mercado de capitais assume este risco conscientemente. Porém, entende-se que essa aquiescência com o risco de perdas deve estar ligada somente à hipótese de insucesso da atividade empresarial, não lhe sendo comum a ocorrência de ilícitos.

Pode-se afirmar que o mercado de capitais, em face do elevado fluxo de economias, necessita de boa regulação pois, ao contrário do que possa deduzir, o fato de possuir regras que reduzam alguns riscos não significa que riscos inexistam e que alguns aproveitadores tentem obter vantagens indevidas.

Assevera-se que o investidor, apesar de se manter cauteloso ao escolher fundos de investimento, não está livre de prejuízos, inclusive decorrentes de fraudes no mercado de capitais, porém, o ponto de partida que deve ser adotado em cada tipo de investimento é a busca de informações que garantam escolhas racionais, como se assegurar da existência dos fundos e de como são geridos os recursos desses fundos.

Assim, é possível deduzir que apesar da diversidade de mercadorias e da facilidade dos investidores em encontrar soluções em investimento ao redor do mundo, introduzidas pelos mercados de capitais, é certo que há necessidade de serem apresentadas informações suficientes para assegurar, no mínimo, a existência dos fundos.

Em decorrência da significativa atração de investidores para os fundos de investimento, a falha na prestação de informação entre os agentes financeiros pode conduzir às lesões patrimoniais de grandes proporções.

Ao concluir o capítulo, ressalte-se que a presente dissertação tem por objetivo demonstrar como a correção da assimetria de informações é considerada como fator

relevante para a estabilidade do mercado de valores mobiliários, com destaque para as aplicações em fundos de investimento em ações, em razão do apelo junto aos poupadores/investidores, com ênfase nos fundos de investimento compostos por ativos no exterior.

2 FALHAS DE MERCADO

O objetivo do presente capítulo é discorrer sobre falhas de mercado, com especial relevância para a assimetria de informações e demonstrar como essa falha pode atingir relevância a ponto de ocasionar uma crise no mercado de capitais em decorrência da falta de confiança.

Parte-se do pressuposto de que em um mercado sempre existirão pessoas mais bem informadas do que outras sobre determinado produto, mas que a redução desse déficit informacional contribui para a estabilidade desse mercado e, como consequência, maior volume de negócios.

Em um mercado perfeitamente competitivo, haverá uma grande quantidade de ofertantes e demandantes e ele se sustentará pelo fato de que a livre concorrência determinará os preços de seus produtos, em um ambiente onde ofertante e demandante não detêm os meios para alterar os preços dos produtos.

Qualquer que seja o objeto comercializado (carros, imóveis, planos de saúde), os agentes econômicos podem não deter o conhecimento específico sobre o produto que será objeto do contrato. Na maioria das vezes, efetivamente, os contratantes não detêm todos os dados sobre o produto do mercado.

O desconhecimento sobre dados importantes dos produtos pode resultar na falta de noções técnicas especializadas ou, ainda, pode resultar da vontade de uma das partes em não dispor de certas informações. Pode haver, até mesmo, desinteresse de uma das partes envolvidas na contratação de obter maiores informações sobre o produto, como o que sugere uma compra por impulso.

A diferença do conhecimento detido por uma das partes contratantes e desconhecido pela outra parte, sobre elementos do produto e que sejam relevantes para a formação da vontade em um contrato é o que se denomina de *assimetria de informações*.

Mankiw aponta que em algumas transações econômicas as informações são mais assimétricas, isto é, “algumas pessoas estão mais bem informadas que outras,

e essa informação pode afetar as escolhas que elas fazem e a maneira como se relacionam umas com as outras”.⁷⁸

As informações diferenciadas nem sempre são compartilhadas em uma transação, o que pode gerar ganhos para uns e perdas para outros nessa interação entre os agentes econômicos.

Vale lembrar que o comércio sempre fez parte da história da humanidade como forma de garantir a aquisição de bens necessários à manutenção do homem e, ao longo do tempo, o homem sempre procurou mecanismos para facilitar o comércio e a troca de bens.

A aproximação das pessoas em grandes metrópoles, a modificação dos meios de produção com a industrialização, e a maior facilidade de transporte e dos meios de comunicação trouxeram um incremento à atividade comercial e, com isso, verificou-se pontos positivos e negativos no comércio que passaram a ser objeto de estudo por economistas e juristas.

Como pontos positivos desse aumento de interação entre oferta e demanda, tem-se a própria facilidade de aquisição de bens bem como a liberdade de escolha pelo demandante em virtude da maior oferta de produtos de mesma natureza.

Mas, com a facilidade de acesso a diferentes bens que atendam à mesma finalidade, também surgem pontos negativos dentre os quais pode-se apontar a ausência ou limitação das qualidades indicadas pelos fabricantes ou fornecedores, muitas vezes imperceptíveis ao adquirente em um primeiro momento. Outro ponto negativo a ser apontado é a redução da qualidade de alguns produtos em razão da baixa procura, uma vez que compradores migraram para a aquisição de bens de baixo preço sem maiores preocupações com a segurança e a qualidade.

Em um mercado perfeito as escolhas dos agentes econômicos se dão de forma racional, isto é, sem elementos que viciem essa interação e que permitam aos agentes fazerem as escolhas que mais lhe tragam benefícios. Tem-se de um lado o comprador

⁷⁸ MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia* Tradução da 6. edição norte-americana. Trad. Allan Vidigal Hasting, Elisete Paes e Lima, Ez2 Translate, revisão técnica Manuel José Nunes Pinto – São Paulo : Cengage Learning, 2013, p. 441.

(demandante) que objetiva as melhores escolhas para satisfazer suas necessidades e, de outro lado, o produtor (ofertante) que objetiva maximizar seus lucros.⁷⁹

É possível sustentar, neste momento, que um mercado perfeito não parece muito factível nos dias de hoje, dada a quantidade de bens colocados à disposição dos consumidores e os diferentes níveis de conhecimento entre todos os agentes econômicos.

Na atividade de compra e venda de bens, os agentes econômicos envolvidos, comprador e vendedor, buscam atingir o maior benefício possível em suas escolhas, o que se convencionou chamar de maximização dos lucros, preferências ou satisfações.

Essa maximização não é prejudicial à sociedade, nem deve ser encarada com um mal que deve ser contido. Ao contrário, identifica com clareza os objetivos dos agentes econômicos que ao efetuarem suas transações visam a obtenção de vantagens e, dessa forma, se a transação não for vantajosa para os contratantes ela não será efetuada.

Isso não significa que os agentes estão buscando lucro a todo custo em cada negociação, inclusive se valendo de meios ilícitos para obtenção de vantagens, mas sim de atingir a interação econômica com o menor custo de transação e que reflita os interesses dos contratantes.

Suponha-se, nesse sentido, que determinada residência esteja à venda em um bairro afastado da cidade, pouco valorizado, mas perto do local onde será construída uma fábrica de automóveis. Se o preço do imóvel médio era de “100 mil reais”, após à construção da fábrica possivelmente terá esse preço majorado em razão da procura efetuada por alguns trabalhadores da fábrica – 100 mil reais mais 50% de aumento com o acréscimo decorrente da demanda. Como consequência, o preço do imóvel,

⁷⁹ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, v. 5, 2010, p. 60/61. Cooter e Ulen explicam que os economistas se utilizam dos conceitos fundamentais da maximização, do equilíbrio e da eficiência para explicar a tomada de decisões de pequenos grupos, como família, clubes e órgãos governamentais (MICROECONOMIA), onde o agente econômico racional busca a maximização do resultado em face da busca pela melhor alternativa; do equilíbrio na interação dos agentes e, por último a busca pela eficiência que pode ser demonstrada através da eficiência de Pareto, donde uma relação pode ser eficiente se o grau de satisfação das preferências pessoais é tal que não é possível aumentar a satisfação de um dos agentes sem diminuir a satisfação do outro.

conforme o vendedor, passa a ser “150 mil”, sem que tenha havido qualquer modificação no imóvel, apenas baseando-se na localização e proximidade da fábrica.

Na negociação sobre este imóvel, poderá um potencial comprador “sujeito 1” questionar o aumento, taxando-o de abusivo – aumento de 50% - uma vez que o preço médio era “X reais”, valorizando o imóvel até o máximo de 30% sobre esse preço médio. Por outro lado, outro comprador “sujeito 2” pode considerar que o preço acrescido de 50% está justo e que será beneficiado pelo fato de residir próximo ao local de trabalho.

Por ocasião do contrato, o nível de riqueza gerado com o “sujeito 1” ficará em 130 mil, enquanto o nível de riqueza gerada pela compra e venda com o “sujeito 2” será de 150 mil.

Olhando-se para este exemplo, fica evidente que o melhor contrato e que atenderá aos objetivos do mercado de produção de riquezas está no negócio jurídico de compra e venda ajustado com o “sujeito 2” (considerando semelhantes as suas valorizações iniciais).

Aproveitando-se o exemplo acima, pode-se afirmar que em uma situação normal de mercado o agente maximizador é racional ao almejar mais benefícios em cada relação comercial, assumindo a ausência de prejuízos a qualquer terceira pessoa. O fato de o “comprador 2” optar por pagar um preço maior é decorrente dos benefícios que ele obterá com a aquisição.

A maximização não é apenas monetária e conjuga vários fatores na escolha entre bens similares, *e.g.* automóveis, onde o comprador tenderá a escolher o automóvel que lhe traga a maior quantidade de benefícios – segurança, economia, *status*, em detrimento de outros automóveis da mesma categoria. O mesmo se dá em um sacolão de verduras onde o cliente que chega antes no comércio terá a preferência em escolher as melhores frutas e verduras, mas pagará um preço maior, ao passo que no fim do dia encontrará preços mais baixos em produtos não tão bons.

Enfim, o comportamento do agente maximizador não é nocivo ao comércio. Ao contrário, traz clareza às relações de compra e venda nas quais a interação será movida por interesses pessoais e, caso não seja obtido ponto de encontro entre os objetivos de cada uma das partes, não haverá formação do negócio jurídico.

No comércio, a prática mais comum é a liberdade de contratação e a observância ao contrato, sendo, a rigor, desnecessária qualquer intervenção externa. Todavia, a atividade humana é passível de falhas, tornando-se objeto de estudo por economistas e juristas as deficiências que prejudicam escolhas racionais.

Tais falhas podem ser corrigidas pelas leis e decisões judiciais – ideia retomada nos capítulos finais deste trabalho - sendo oportuno trazer a lição de Rachel Sztajn⁸⁰, ao ponderar a respeito dos estímulos externos trazidos pela legislação, que podem ser traduzidas em estímulos a determinados comportamentos, por meio do “sistema de prêmios e punições”⁸¹.

Como falhas de mercado podemos citar: (i) *falha de mobilidade*, entendida como a dificuldade de reação do mercado em função de uma crise econômica; (ii) *falha de transparência*, como sendo falha na prestação de informações relevantes sobre as características do produto negociado; e (iii) *falha de estrutura*, de onde decorre a concentração de mercado (monopólios), dificultando a livre concorrência.

Por sua vez, Cooter e Ulen⁸² apontam outra classificação das falhas de mercado, como sendo: “ (i) monopólio e poder de mercado; (ii) externalidades; (iii) bens públicos e, (iv) assimetria informacionais graves”.

Com relação à *prática monopolista*, o prejuízo ao mercado ocasionado pela falta de concorrência decorre de que a

[...] combinação da produção maximizadora de lucro e do preço do monopolista ocorre num ponto em que o preço excede o custo marginal de produção. O preço é muito elevado, e a quantidade fornecida é muito baixa do ponto de vista da eficiência⁸³

⁸⁰ SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio. *Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações*. Elsevier, Editora Campus, 2005, p. 75.

⁸¹ SZTAJN e ZYLBERSZTAJN. op. cit., p. 81. “A noção de escolha racional está ínsita na ideia de capacidade e de imputação. [...] Desvios levam a punições, sejam elas impostas pelo sistema jurídico seja por normas socialmente aceita. Sob tal perspectiva, fica claro que nada obsta que Economia e Direito mantenham profícuo diálogo. Por que, então, não associar eficácia à eficiência na produção de normas jurídicas? [...] A perda de recursos/esforços representa custo social, indesejável sob qualquer perspectiva que se empregue para avaliar efeitos.”

⁸² COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, v. 5, 2010, p. 61.

⁸³ NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo : Ed. Revista dos Tribunais, 2013.

Já as *externalidades* podem ser divididas em *benefícios externos* ou em *custo externo*⁸⁴. No caso de custos, o exemplo tradicional que os autores utilizam é o de custo externo decorrente de uma prática poluidora pelo agente produtor, sem que leve em conta os prejuízos causados à população nas cercanias. Esse custo acaba por ser suportado pela sociedade, constituindo-se um custo maior para a produção de determinado bem.

Com reação à falha de mercado trazida pelos *bens públicos*, os autores apontam a questão dos denominados *free riders*, isto é, aqueles que se utilizam de bens públicos sem pagarem por estes bens (e.g. segurança pública). Apontam os autores que quando, para um determinado bem, não são divididos os usuários pagantes dos não pagantes, os pagantes acabarão de contribuir demasiadamente pelo produto⁸⁵.

Por último, apontam as *assimetrias informacionais graves* como uma das práticas que induzem à falha de mercado⁸⁶. Aduzem os autores que elas podem desorganizar os mercados a tal ponto de que um ótimo social não pode ser alcançado pela troca voluntária.

Para cada uma das falhas de mercado apresentadas, é possível uma ação estatal para corrigi-las, tais como leis antitruste, multas ao agente poluidor, pagamento de impostos aos que se utilizam de bens públicos e imposição de práticas que garantam maior transparência nas relações contratuais.

Enfim, pode-se deduzir do texto acima que o mercado tem uma lógica baseada na liberdade de negociação entre agentes econômicos (*autonomia da vontade*), os quais, racionalmente, visam obter mais vantagens nas transações, independentemente de qualquer regulação ou intervenção.

O fato de que os agentes econômicos buscam otimizar suas vantagens não depõe contra o mercado e, ao contrário, permite o exercício da livre concorrência, o que é benéfico aos que nele atuam.

⁸⁴ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, v. 5, 2010, p. 61/62.

⁸⁵ Idib. p. 63. Verifica-se que entre a classificação sugerida por Nusdeo e Cooter e Ulen lhes é comum apontar a falha de mercado decorrente da assimetria informacional. NUSDEO, Fábio. Curso de economia: introdução ao direito econômico. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2013.

⁸⁶ COOTER e ULEN. op. cit., p. 63/64.

Ocorre, todavia, que determinadas atitudes podem alterar a lógica do mercado reduzindo os benefícios almejados pelos agentes, ou prejudicando terceiros.

Como vimos, as falhas de mercado podem decorrer de atitudes monopolísticas, de externalidades, do uso de bens públicos ou, ainda, de assimetria de informações. Para o objetivo desta dissertação, contudo, a falha de mercado a ser explorada é a da assimetria de informações, a qual será acrescentada a qualificadora de *assimetria de informações grave*. Por exemplo, a resultante de fraudes, que pode ser contida por meio de regulação ou remediada, por meio da atividade jurisdicional (responsabilidade civil, como será analisado à frente).

2.1 Da assimetria informacional

Uma das obras de referência sobre o tema *assimetria de informações* é um artigo de autoria da George Akerlof, um dos ganhadores do Prêmio Nobel de Economia de 2001, “The Market for “Lemons”: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”⁸⁷. Publicada na década de 70, a teoria de Akerlof é bastante contemporânea e serve para exemplificar muitas atitudes mercadológicas.

Akerlof desenvolve sua teoria das informações assimétricas contextualizando o denominado “mercado de limões”. O termo “limões” se refere aos automóveis usados de baixa qualidade, aos quais os vendedores, que sabem dos defeitos do produto, escondem, ou não revelam essas informações, que podem ser relevantes aos compradores.

Neste caso, o objetivo do vendedor é a venda do produto, não necessariamente se utilizando de uma conduta ilícita, como se daria em uma fraude, sendo que se o comprador conhecer a origem do bem, ou como o veículo foi usado ou cuidado, pode não querer comprar o veículo.

Na prática, de acordo com a teoria de Akerlof, o resultado econômico é que na falta de informações relevantes sobre determinado grupo de bens, o conjunto tende a ser precificado pelos bens de baixa qualidade. Os bens de qualidade superior, pelo

⁸⁷ AKERLOF, Georges – The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, v. 84, nº 3, (Aug., 1970), pp 188-500.

fato de não ser possível se certificar dessa qualidade, acabam por desaparecer do mercado, por não ser mais vantajoso ao seu proprietário sua venda. No limite, bens não são colocados no mercado o que poderia gerar um colapso em razão da ausência de concorrência.

Assim, a teoria de Akerlof tem como intuito demonstrar como a assimetria de informações pode conduzir ao colapso no mercado, tendo em vista critérios econômicos.

Utilizando-se da teoria desenvolvida por Akerlof, William L. Anderson⁸⁸, aponta que a assimetria de informação deve ser entendida como a ausência de distribuição uniforme de informações relevantes entre os agentes econômicos numa interação de mercado, a qual impede que estes tenham escolhas equilibradas. Conforme Anderson é possível definir a assimetria de informação, tão somente, “quando uma das partes de uma transação possui mais informações do que a outra”⁸⁹.

A respeito da assimetria de informação, ainda que Anderson empregue a expressão *relevante*, é necessário que além de relevante sobre alguns aspectos, como as qualidades técnicas⁹⁰ essa assimetria se apresente de forma tão grave que tenha influência direta sobre a escolha.

A assimetria de informações torna-se relevante quando não permite aos agentes econômicos que façam escolhas racionais, uma vez que apenas uma das partes tem conhecimento sobre uma função, qualidade ou quantidade do produto que, se acaso a outra parte tivesse conhecimento, possivelmente não teria efetuado a transação.

⁸⁸ ANDERSON, William L., *Falhas de mercado" e informações assimétricas* - disponível no endereço eletrônico <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1150>, Acesso em: 24 jun. 2015.

⁸⁹ ANDERSON, William L., *Falhas de mercado" e informações assimétricas* - disponível no endereço eletrônico <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1150>, p. 166. Acesso em: 24 jun. 2015.

⁹⁰ Pode-se exemplificar essa afirmação como ocorre um determinado sistema de freios antiblocantes ou de controle de estabilidade, representados por siglas ABS e ESP, respectivamente, que atraem um cliente consciente, mas que têm seu funcionamento ou utilidade, em geral, desconhecidos.

De acordo com a literatura, a falha na prestação de informações pode se apresentar por meio (i) de *seleção adversa* e (ii) do *risco moral*⁹¹.

A *seleção adversa* é a escolha de determinado bem, dentre outros de mesma natureza, mas que não seria da preferência do adquirente se este tivesse as informações necessárias sobre o produto. Pode-se citar um caso interessante ocorrido no país, no qual os compradores de um determinado automóvel, ao qual era atribuída a qualidade de ser veloz, se depararam com um modelo de potência muito inferior à desejada. Descobriu-se, nesse caso, que o veículo não tinha a mesma potência oferecida no mercado externo, o que gerou grande frustração entre os consumidores e o fim da comercialização do produto em nosso país.⁹²

Outro tipo de problema decorrente da assimetria de informações reside no denominado *risco moral*, o qual consiste em um comportamento pós-contratual, no qual um dos contratantes se aproveita para atingir proveito diverso do pretendido originalmente no contrato⁹³.

O *risco moral* pode ser descrito como um problema entre *principal e agente*, sendo que o principal é a pessoa que determina ao agente uma certa conduta e o agente é a pessoa que executa a tarefa em nome de outra pessoa.⁹⁴ O risco moral se verifica no momento posterior à efetivação do contrato, e tem seu efeito no resultado deste, uma vez que uma das partes (i) detinha informações relevantes sobre possíveis resultados que não foram apresentados durante as tratativas ou (ii) o comportamento de um dos contratantes após a contratação é diverso do que foi acordado.

Não há sempre uma clareza nas relações econômicas, havendo por vezes segundas intenções, atos esses que podem conduzir a um risco moral, como se dá

⁹¹ SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio e, AZEVEDO, Paulo Furquim de. Economia dos Contratos in *Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações*. Cidade: Elsevier, Editora Campus, 2005, p. 122.

⁹² O caso apresentado se refere ao veículo da montadora Hyundai, de nome comercial Veloster, que oferece potência de 128cv no mercado nacional, contra 204cv no mercado externo, resultando em sua depreciação no mercado interno. Fonte: Revista Autoesporte, Janeiro/2014.

⁹³ SZTAJN e ZYLBERSZTAJN. op. cit., p. 123.

⁹⁴ MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia* – Tradução da 6. ed. norte-americana. Trad. Allan Vidigal Hasting, Elisete Paes e Lima, Ez2 Translate, revisão técnica Manuel José Nunes Pinto – São Paulo: Cengage Learning, 2013, p. 442.

na troca de um presente, na qual se busca uma aproximação entre quem dá o presente e quem recebe⁹⁵.

A forma de atração utilizada nos mercados e uma constante na economia podem ser explicadas, também, pela psicologia, pois o comportamento humano nem sempre é racional e pode levar a uma inconsistência com o passar do tempo.

Com relação ao primeiro comportamento do *risco moral*, pode-se utilizar do exemplo do *insider trading*, que ocorre quando um funcionário ou executivo da sociedade empresária, pessoas contratadas ou prestadoras de serviço da sociedade, que têm conhecimento de um determinado contrato que está prestes a ser efetuado, e que trará lucros maiores, se dispõe a comprar as ações. Ao não transmitir essa informação relevante aos acionistas, adquire as ações por um preço inferior ou, ao revés, quando este mesmo executivo, que pode ser acionista, sabe de uma questão que vai depreciar a companhia, se desfaz das ações antes da informação vir à tona.

Em outras palavras, a pessoa contratada (agente) que deveria prestar serviço à sociedade empresária (principal), e que pode ser funcionário, executivo, acionista ou não, age de forma contrária aos interesses da sociedade ou dos outros sócios por ter informações privilegiadas.

Em ambos os casos, os efeitos serão sentidos após o fechamento do contrato, no qual se verificará os prejuízos a uma das partes.

No caso do risco moral, é apropriado para esta pesquisa o exemplo do comportamento diverso do esperado após a assinatura do contrato em transações que busquem resultados de longa duração, como se dá em contratos de planos de saúde, locação de imóveis, administração de valores de investidores, corretagem de valores mobiliários.

Nestes casos, o comportamento esperado pelas partes durante a efetivação do contrato será de grande importância para demonstrar que os contratantes envidaram esforços para que os efeitos pretendidos fossem de fato alcançados.

⁹⁵ MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia* – Tradução da 6. ed. norte-americana. Trad. Allan Vidigal Hasting, Elisete Paes e Lima, Ez2 Translate, revisão técnica Manuel José Nunes Pinto – São Paulo: Cengage Learning, 2013. p. 445/446.

Como exemplo de risco moral cita-se a contratação de um seguro de automóveis, na qual o adquirente passa a ter menos cuidado com o veículo após a formalização do contrato, e do franqueado que não se esforça para o atingimento das metas após a assinatura do contrato de franquia⁹⁶.

Trazendo os exemplos para o universo do mercado de valores mobiliários, temos que os contratos de administração quanto a bens de investidores é um exemplo em que a atividade permanece enquanto houver aplicações e que o dever de informações se mantém durante todo período em que o investimento estiver à disposição do administrador. Neste caso, informações constantes de como e onde os bens do investidor são aplicados é fator essencial para a manutenção do contrato.

Perceba-se que com o uso de um intermediário, administrador ou corretor de valores mobiliários, surgem diferentes níveis desejáveis de informação, a saber: (i) das informações prestadas entre o investidor e o administrador e/ou corretor, que trabalham em um grau de confiança em que as ordens do investidor serão cumpridas de acordo com os termos da contratação, e (ii) das informações obtidas pelos administradores e corretores com relação ao tipo de valores mobiliários adquiridos, quer seja de uma companhia específica ou por um fundo de investimentos.

Portanto, além da constância de informações fornecidas ao investidor pelo administrador de seus recursos, são necessárias que as informações junto às instituições em que são investidos os bens do investidor sejam constantemente averiguadas.

Esse dever de verificar frequentemente as companhias ou fundos de investimento onde o patrimônio do investidor é aplicado e transferir as informações ao investidor é que pode ser alvo de regulação no mercado de valores mobiliários. Assim, o objetivo de uma possível norma que regule uma assimetria de informações deve se dar em uma forma de incentivos a que as partes promovam a troca de informações antes da contratação, durante a contratação, bem como para trocas de informações durante a efetivação do contrato.

⁹⁶ SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio e, AZEVEDO, Paulo Furquim de Azevedo. Economia dos Contratos in *Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações*. Elsevier, Editora Campus, 2005, p. 125

Além da regulação própria do mercado de capitais, o princípio jurídico da boa-fé contratual, que tem como expressão o dever de transparência, conforme previsão no Código Civil e no Código de Defesa do Consumidor, são exemplos de como a legislação brasileira busca impor aos contratantes o dever de prestarem informações necessárias em uma transação, coibindo a assimetria de informações.

2.2 Consequências da assimetria de informações

As consequências da assimetria de informação podem resultar em implicações econômicas ou jurídicas, analisáveis sob ambos ângulos.

Do ponto de vista da economia, tomando como base a teoria de Akerlof⁹⁷, a consequência mais nefasta seria a exclusão do mercado de produtos de qualidade como resultado do baixo preço que a sociedade se dispõe a pagar. Como explicado, não haveria estímulo financeiro para a produção de bens de qualidade superior e, assim, vivenciar-se-ia uma situação próxima ao colapso em razão da falta de opções no mercado. Além disso, a assimetria de informações poderia impedir a troca eficiente de bens entre os agentes econômicos, deixando de gerar riquezas à sociedade.

Veja-se que o texto do autor é preciso em demonstrar que uma das primeiras reações do mercado às falhas na prestação de informações é que o produto de baixa qualidade será vendido a um preço inferior e que o fato de o bem de baixa qualidade ter um público consumidor, faz com que não haja estímulos ao produtor de um bem de melhor qualidade em produzi-lo. Assim, os produtos de baixa qualidade tendem a expulsar do mercado os de boa qualidade.

No que toca o mercado, distingue o autor quatro tipos de automóveis: os novos que podem ser bons ou ruins e os velhos, que também podem ser bons ou ruins. O ideal ao agente maximizador é saber qual destes lhe trará o melhor custo benefício, o que nem sempre é possível, pois o vendedor somente às vezes passará ao comprador as informações mais importantes.

⁹⁷ AKERLOF, Georges – The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3, (Aug., 1970), pp 188-500.

Assim, uma vez que o custo dos automóveis usados, bons ou ruins (limões) se equivalem, o mercado acabará reduzindo o preço do veículo bom ao custo médio do automóvel ruim, já que, para o consumidor, existe a possibilidade de não se estar comprando um veículo em boas condições.

Tal se deve ao fato de que o comprador não conseguirá obter o valor de revenda que corresponda a um bom carro ou a um carro novo, ainda que o tenha testado e obtido a informação de que é um bom carro, em razão de não se poder diferenciar com precisão um carro usado bom dos carros usados ruins.⁹⁸

Do ponto de vista jurídico, é possível prever que, uma vez efetuada a transação, e nessa transação ocorra alguma assimetria informacional grave, possivelmente o negócio jurídico acabe por ser desfeito e, até se evidencie o dever de indenizar pela parte quem deu causa à falha do mercado. Ademais, é possível que se verifique falha na prestação de informação e consequências nocivas à saúde ou à vida do adquirente, o que também geraria o dever de indenizar.

Dessa forma, as consequências nocivas da assimetria de informações grave podem ser minoradas, ou até mesmo exauridas, se houver a criação de mecanismos que tragam incentivos aos agentes econômicos para que prestem as informações necessárias, visando a consecução do contrato.

Tais incentivos podem decorrer de contratos bem redigidos (contratos completos), o que nem sempre ocorre (contratos incompletos) ou até mesmo com regulamentação por normas que imponham deveres de conduta aos contratantes, ou criem modelos a serem seguidos. Em ambos os casos, a fim de que seja cumprida a

⁹⁸ AKERLOF, Georges – The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3, (Aug., 1970), pp. 489-490/495. "After owning a specific car, however, for length of time, the car owner can form a good idea of the quality of this machine [...] This estimate is more accurate than the original estimate. Na asymmetry in available information has developed: for the sellers now have more knowledge about the quality of car than the buyers. But good cars and bad cars must still sell at the same price – since it is impossible for a buyer to tell the difference between a good car and a bad car. It is apparent that a used car cannot have the same valuation as a new car [...]. Thus the owner of a good machine must be locked in. Not only is it true that he cannot receive the true value of his car, but he cannot even obtain the expected value of a new car. [...] bad cars drive out the good because they sell at the same price as good cars; similarly, bad money drives out good because the exchange rate is even. [...] The presence of people in the Market who are willing to offer inferior goods tends to drive the Market out of existence [...] for dishonest dealings tend to drive honest dealings out of the Market."

avença, há necessidade de se impor alguma sanção em caso de infringência do contrato ou da norma.

Se por um lado o mercado pode existir sem a necessidade de qualquer intervenção externa à transação (contrato), e.g. como se dá com algum tipo de legislação ou decisões judiciais, por outro lado é certo que em decorrência da falibilidade humana, as relações comerciais podem estar permeadas de falhas que necessitam de correções.

Por isso, quanto maior o nível de informações fornecidas pelo vendedor, maior poderá ser o preço obtido e, por sua vez, mais racional a escolha do comprador e, também, maior será o nível de comprometimento dos agentes para o adimplemento da avença.

Cooter e Ulen⁹⁹ discorrem a respeito do objetivo dos contratos que é o de fazer com que os contratantes alcancem o resultado pretendido, com base em elementos mínimos de confiança e de dever de cumprimento entre as partes. Com base nesses elementos de confiança, pode-se prever que na formação do contrato as partes devem estar devidamente informadas sobre todos os elementos do contrato.

Retornando ao exemplo de mercado de automóveis de Akerlof, temos que os agentes econômicos são racionais e efetuam escolhas dentre aquelas que lhes possam trazer maiores benefícios. Nesse sentido, é de se ponderar que as partes envolvidas em um contrato tenham o máximo de informações sobre os produtos objeto do comércio, ou o mínimo de informações “relevantes” a respeito do que estão contratando.

Uma vez que os contratantes estejam municiados das principais informações sobre determinado produto, é permitido concluir que os agentes tenham realizado a melhor escolha. Tal escolha pode não depender do preço do objeto, nem da qualidade superior de outro, mas sim da análise de diversos parâmetros que podem se constituir nos mais relevantes para aquele agente (beleza, *status*, segurança etc.).

⁹⁹ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, v. 5, 2010.

A título de exemplificação, essa teoria pode ser aplicada no mercado de automóveis usados em nosso país, no caso de maior valorização daquelas unidades que tenham todas as revisões efetuadas em concessionárias da marca. E, também, o fato de o veículo ter um histórico de revisões em assistência técnica especializada, criando-se uma expectativa, com base na confiança, entre os contratantes de que o produto tenha sido entregue em boas condições de uso, o que garante a sua utilidade e, portanto, a efetivação da avença.

Porém, ainda que as revisões tenham sido efetuadas em serviço especializado, não há garantias seguras de que o veículo usado irá corresponder às expectativas do comprador, todavia, há bons indícios de que isso ocorra, o que estimula o consumidor a efetuar a compra. Esse fato, por si só valoriza o produto e, em consequência, poderá ocorrer o aumento do preço do bem.

Outro exemplo de consequência econômica decorrente da assimetria de informações é o fato de que uma das partes envolvidas no contrato de compra e venda de mercadorias, e que detém mais informações do que a outra, terá mais vantagens financeiras na negociação. Neste ponto, não se objetiva aqui afirmar que essa conduta deve ser observada nos contratos, mas não é possível deixar de mencionar esta possibilidade, de que em casos da ausência de transmissão de uma informação relevante, uma das partes tenha benefícios em detrimento da outra.

Uma prática que pode valorizar o produto, sem que necessariamente ocorra a redução da assimetria de informação, é a oferta de garantia para defeitos encontrados nos bens usados. Aliás, a oferta de garantias é uma das melhores práticas a estimular as relações contratuais¹⁰⁰.

Como resultado da falta de paridade de informações entre os contratantes, que pode decorrer da falta de conhecimentos sobre a qualidade, conteúdo, quantidade ou de processo de produção entre outras informações, surge a dificuldade de cumprimento do contrato.

¹⁰⁰ COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, v. 5, 2010, p. 64.

O maior nível de informações em uma atividade comercial permite a escolha mais racional na interação entre comprador e vendedor, que se transforma em benefícios para os agentes e, por reflexo, para a sociedade.

Salienta-se que nem sempre o contratante faz uma análise das diversas informações que lhe são oferecidas, tais como qualidade do produto, ou fama do fornecedor, como se poderia esperar, ao menos, em contratações que envolvam um valor elevado. Todavia, se estas informações são oferecidas ou estejam à disposição dos contratantes, não se cogita de falhas na informação.

Portanto, cumpre salientar que não é toda e qualquer assimetria de informação que permite a não aceitação do contrato ou seu desfazimento, devendo ser de tal ordem que estabeleça uma nítida razão entre o desconhecimento de um elemento essencial e a ausência do resultado pretendido.

Desse modo, em se tratando de algo que não é relevante para a formalização do contrato, mas sobre o qual não havia integral conhecimento para uma das partes, não há que se falar em assimetria informacional grave.

Pode-se considerar que em grande número de transações econômicas estão presentes informações assimétricas, principalmente em contratos que envolvem algum tipo de tecnologia específica, como aquisição de automóveis, computadores ou celulares. Nestes casos, tais assimetrias poderão conduzir ao descumprimento da avença se algum dos elementos informacionais for tão relevante que não poderia deixar de ser comunicado ao adquirente (e.g. no caso de um telefone celular não utilizar uma determinada faixa de frequência reconhecida pela ANATEL, o que retira completamente a utilidade do aparelho). Nestas condições, são utilizados os meios jurídicos, com ajuizamento de ações entre as partes contratantes que tenham como objeto o desfazimento do contrato ou, ainda, a revisão de suas cláusulas pelo Poder Judiciário.

Outro ponto interessante para análise das consequências da assimetria de informações é o custo da desonestidade¹⁰¹. Sobre o custo da desonestidade, Akerlof aponta que no mercado os produtos podem ser comprados por sua qualidade – ou

¹⁰¹ AKERLOF, Georges – The Market for 'Lemons': Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3, (Aug., 1970), p. 495.

falta de qualidade, a qual pode estar aparente ou ser escondida, sendo que as mercadorias podem ser vendidas honestamente ou desonestamente. Dessa forma, o consumidor terá uma tarefa ao fazer sua escolha, a qual será a de “identificar a qualidade”¹⁰² produto, o que se traduz em mais um custo de transação.

Discorre o autor que num mercado onde o produto de má qualidade é oferecido pelo mesmo preço de um de boa qualidade, a tendência é o de que o de boa qualidade não seja mais comercializado e que o que estará em prejuízo é o que ele denomina de “*legitimate business*”, isto é, os negócios onde compradores e vendedores detêm as informações necessárias e obtêm as melhores vantagens. Assim, com a falta de informações necessária para serem efetuadas as melhores escolhas, os negócios legítimos tendem a desaparecer, na opinião de Akerlof.¹⁰³

Fazendo um contraponto à Akerlof, o professor da University of Missouri, William K. Black, em um interessante artigo denominado “What if George Akerlof Had Writen About Lethal ‘Lemons’?”¹⁰⁴, utiliza a assimetria de informações para se referir a possibilidade de ocorrência de fraudes, fato esse que não é preponderante para Akerlof no desenvolvimento de seu artigo.¹⁰⁵

Aponta Black que o custo da desonestidade pode apresentar as seguintes consequências: (i) pessoas que podem ter morrido pelas fraudes, (ii) erosão da confiança e da moralidade, além da identificada por Akerlof e (iii) e, mencionando o caso de um edifício em construção que ruiu em Bangladesh, matando cerca de 400 pessoas que estavam na construção e ferindo mais de 1000, uma interseção entre as fraudes contra compradores e também contra empregados.¹⁰⁶

¹⁰² AKERLOF, Georges – The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3, (Aug., 1970), p. 495.

¹⁰³ Ibid. p. 495. Neste ponto, Akerlof cita a denominada Gresham’s Law, a qual se refere ao fator em que uma nova moeda (bad money), que é produzida com metais menos nobres, começa a circular com o mesmo valor da moeda antiga (good money) produzida com metais mais nobres, não haverá mais interesse em se produzir a moeda com metais mais nobres.

¹⁰⁴ BLACK, William K. – What if George Akerlof Had Writen About Lethal ‘Lemons’?, disponível no endereço eletrônico http://www.huffingtonpost.com/william-k-black/what-if-george-akerlof-ha_b_3177103.html, Acesso em: 25 jun. 2015.

¹⁰⁵ “I have noted in many articles that the clan of economists has a primitive tribal taboo against saying the mystic “f” word out loud or even putting it in print, so Akerlof’s article does not contain the word “fraud”.

¹⁰⁶ “I make three points that criminologists stress that supplement Akerlof’s discussion of what “represents the major’s costs of dishonesty.” First, the costs of anti-purchaser control fraud include

Black critica Akerlof pelo fato de que seu artigo apenas buscou demonstrar a perda em razão dos impactos econômicos da assimetria de informações e, principalmente, os impactos em países em desenvolvimento.

2.3 Do “Mercado de Limões” ao mercado de capitais

Até esse ponto, visualizou-se o problema da assimetria de informações no tocante à aquisição de produtos que tragam satisfação imediata ao adquirente, como bens de fácil apropriação e consumo, e disponíveis em prateleiras de lojas de departamentos.

Todavia, há uma substancial diferença entre os produtos de prateleira e os bens comercializados no mercado de capitais, que são os valores mobiliários, os quais apenas geram expectativa a uma futura rentabilidade. A principal diferença reside no fato de que bens de rápido consumo devem cumprir a expectativa do consumidor logo após a aquisição do bem ou, caso contrário, pode haver a reparação do prejuízo ou o desfazimento do negócio; já no mercado de capitais, há uma expectativa do adquirente de valores mobiliários que não é cumprida imediatamente, mas sim, se posterga no tempo, e pode nem chegar a se concretizar, que é a da obtenção de alguma vantagem financeira.

O que se percebe, portanto, é que o investimento no mercado de capitais é a busca por um retorno financeiro futuro condicional, pois só surgirá o direito de receber dividendos¹⁰⁷ se houver lucro a ser compartilhado entre os acionistas¹⁰⁸.

hundreds of thousands of people who are sickened, maimed, and killed by the frauds. Second, the cost can include the erosion of trust and morality in ways that can cause broader and deeper injuries than Akerlof identifies. Third, the Bangladesh case illustrates the lethal intersection of anti-purchaser control fraud and anti-employee control fraud.”

¹⁰⁷ Dividendos é a parcela do lucro líquido correspondente à cada ação, paga ao acionista.

¹⁰⁸ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011. “A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às empresas mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimentos ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas; com não se tratam de empréstimos, a companhia não está obrigada a devolver os recursos aos investidores (exceto no caso de debêntures ou de *commercial papers*, que também integram o mercado de capitais), mas, isto sim, a remunerá-los, sob forma de dividendos, caso apresente lucros em suas demonstrações financeiras”.

No mercado de capitais, as incertezas a respeito do produto que está em oferta (valores mobiliários) geram a mesma dificuldade na comercialização e na obtenção de investimentos para as sociedades empresariais.

Ainda que sociedades empresárias necessitem guardar certo sigilo de suas atividades, a obtenção de investimentos ocorrerá de forma facilitada se for disponibilizado no mercado mais informações que possibilitem uma escolha acertada ao investidor.

Volte-se a outro exemplo trazido por Akerlof, que trata da análise da concessão de crédito nos países em desenvolvimento¹⁰⁹. Akerlof explica que a concessão de crédito em lugares onde o investidor conhece seus devedores pode se dar de forma mais pessoal e fácil. Por outro lado, na ausência de conhecimento a respeito do devedor, a concessão de crédito pode ser mais dificultada.¹¹⁰

Um bom fator que descreve Akerlof é o de que altas taxas de juros eram cobradas por agiotas na Índia em virtude do elevado risco de inadimplemento por causa do conhecimento de seus clientes. Tal fato pode ser facilmente trazido aos nossos dias onde um determinado grupo financeiro oferece crédito a pessoas comprovadamente inadimplentes, os “negativados”, mas cobrando-lhes elevadas taxas de juros.

Por sua vez, o investidor em mercado de capitais pode efetuar a aquisição de ações de forma direta, por exemplo, comprando de quem detenha determinado tipo de valor mobiliário, ou poderá se utilizar dos serviços de terceiros, denominados de intermediários (*stock-brokers*)¹¹¹.

Portanto, é permitido visualizar possíveis deficiências na prestação de informação relevante, tanto por parte de insuficiência de informações prestadas

¹⁰⁹ Recorde-se que o artigo foi desenvolvido foi publicado em 1970, mas que em grande parte é aplicável até hoje no mercado de crédito.

¹¹⁰ No mesmo sentido, tivemos em nosso país a introdução do cadastro positivo o qual tem como objetivo fomentar a concessão de crédito, sendo que a busca por informações eficientes com relação ao tomador de financiamento pode significar elevados custos para a formação do contrato, o que nem sempre é desejado (e.g. se alguém já buscou fazer um financiamento de imóveis, sabe da demora e da quantidade de certidões necessárias para que seja realizado o contrato de financiamento) e que pode conduzir a não-formalização da avença.

¹¹¹ Instrução CVM nº 555, de 2014, art. 2º, inc. XXXII.

diretamente pelos fundos de investimento aos seus cotistas, bem como por meio dessa relação entre investidor e intermediários, em geral agentes financeiros, credenciados junto ao órgão fiscalizador (CVM) para este tipo de transação de compra e venda de ações e de fundos de investimento.

Ademais, os agentes financeiros encarregados em intermediação em bolsa de valores mobiliários são profissionais que exercem a atividade com habitualidade, detendo organização dos meios necessários, remunerados por essa atuação, e que assumem riscos em sua atividade, devendo ser considerada a atividade, portanto, como empresarial.

A relação entre investidores e intermediários se caracteriza como uma relação entre agente e principal na qual, conforme Mankiw¹¹² principal é a pessoa que determina ao agente uma certa conduta e o agente é a pessoa que executa a tarefa em nome de outra pessoa.¹¹³

Assim, se constata em princípio, haver uma relação de confiança entre investidores e intermediários, que deve ser permeada do maior grau de informações entre estes agentes.

Retome-se: a confiança deve ser trazida à relação tanto no que tange à instituição intermediária com relação ao investidor, como também do investidor para com a instituição intermediária. Neste último caso, suponhamos que um determinado investidor informe, antecipadamente, sobre seu perfil de investimentos (agressivo ou moderado) e, com base nessas informações o agente intermediário efetue o investimento e que, posteriormente, ocorra perdas ao investidor e por esse motivo, ele busque indenização ao argumento de que houve falha na prestação do serviço.

Pois bem, ainda que o perfil do investidor não seja o agressivo, o risco é componente do mercado de capitais e a deficiência na prestação do serviço não

¹¹² MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia* São Paulo: Cengage Learning, 2013, p. 442.

¹¹³ HAZEN, Thomas Lee. Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules and Fiduciary Duties. *Columbia Business Law Review*, v. 2010, n. 3, 2010. p. 736. "The relationship between a customer and stock-broker is that of principal and agent. The broker, as agent, has duty to carry out the customer's instructions promptly and accurately. In addition, the broker must act in the customer's best interests and must refrain from self-dealing unless the customer consents, after full disclosure. These obligations at times are described as fiduciary duties of good faith, fair dealing, and loyalty. They are comparable to the fiduciary duties of corporate directors, and are limited only by the scope of the agency."

decorre apenas da análise *a priori* do tipo do investimento desejado, mas sobretudo pela constante troca de informações entre investidor e intermediário.

A relação entre investidor e intermediário pode ser (i) imediata – pelo cumprimento de uma determinada ordem de compra de ações ou cotas em fundos de investimento, ou (ii) constante, como se dá quando o intermediário é também administrador dos recursos do investidor.¹¹⁴

A assimetria de informação, no primeiro caso, dar-se-á por meio do tipo *seleção adversa*, se o intermediário tinha informações que não repassou ao seu cliente, ou por meio do *risco moral*, que pode ser verificada com a falta de zelo do intermediário (agente) na verificação constante de informações sobre o produto adquirido, no caso, valores mobiliários.

Tanto em uma hipótese como em outra, o que deve ocorrer é a formação de incentivos para que cada uma das partes se comprometa em transmitir o máximo necessário de informação, a fim de ser mantida essa relação de confiança e alocação social ótima.

A forma como podem ser dados estes incentivos pode estar relacionada um tipo maior de remuneração ao intermediário em caso de sucesso nos investimentos por um determinado tempo, pela imposição de responsabilidade ou pela criação de *standards* que eliminem os custos de transação para que as partes formulem um contrato de prestação de serviços. Fundamentos para uma regulação do mercado de capitais

¹¹⁴ HAZEN, Thomas Lee. Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules and Fiduciary Duties. Columbia Business Law Review, v. 2010, n. 3, 2010. p. 737. A respeito da relação imediata ou continuada entre investidor e intermediário, e do maior grau de confiança em cada caso, confira-se Hazen “Many times a broker-dealer does more than merely take an order, and in such cases there are heightened obligations. When a broker acts as a mere order taker, most courts say that the only duty is to find the best and most prompt execution for that order. Where the broker performs additional functions, fiduciary obligations may exist. For example, when a broker has discretion with respect to executing transactions, the broker is a fiduciary. Similarly, when a broker recommends securities or transactions, heightened duties apply.”

Ao admitir-se a regulação dos mercados, em especial o do mercado de capitais, leva-se em consideração a necessidade em se organizar o grande volume de pessoas e recursos que estão em constante interação, bem como de coordenar os inúmeros interesses envolvidos¹¹⁵. Seria impensável que o volume de negócios que ocorrem constantemente nos mais variados mercados sem qualquer organização¹¹⁶.

É inegável que continuam existindo trocas de produtos (escambo) em razão da necessidades individuais, ainda que essas trocas ocorram apenas em comunidades com diferentes níveis de desenvolvimento e a maior parte dessas transações será efetuada sem a necessidade de qualquer forma de atuação estatal.¹¹⁷

¹¹⁵ O sistema financeiro visa permitir o financiamento a aproximação entre poupadores e tomadores de empréstimo. No tocante às sociedades empresárias, o sistema financeiro e em especial o mercado de valores mobiliários servem para financiar esse setor produtivo. A esse respeito, acompanhe-se a seguinte lição: “Entre os diferentes segmentos do sistema financeiro, o mercado de valores mobiliários é aquele que permite a uma companhia aberta realizar diretamente uma oferta pública para captação de investimentos por meio da emissão de seus valores mobiliários. Logo, nesse mercado se permite a uma sociedade acessar diretamente a poupança de uma série de investidores que não têm qualquer envolvimento direto com ela. Ou seja, a grande maioria dos investidores não tem qualquer participação na vida da companhia emissora e tampouco têm, isoladamente, condições de avaliar a real situação da sociedade para verificar se se trata de um investimento interessante ou não para destinar sua poupança. Em razão dessa característica, e por envolver a segurança da poupança pública, buscou-se a criação de um conjunto de regras regulatórias destinadas a organizar o funcionamento do mercado, promover o fornecimento de informações ao público e, ao final, proteger os investidores. Logo, se entende aqui que, para atender sua função social, esse mercado necessita de uma disciplina própria, destinada a propiciar segurança, transparência e credibilidade. Cabe ao Estado, portanto, construir essa estrutura regulatória, de modo a permitir que o mercado cumpra sua finalidade”. (GAGGINI, Fernando Schwarz . Regulação no mercado de valores mobiliários brasileiro. Revista Síntese Direito Empresarial , IOB : São Paulo, 2012. v. 5, p. 30)

¹¹⁶ PINHEIRO, Armando Castelar e SADI, Jairo. *Direito, economia e mercados*. Rio de Janeiro: Elsevier, 2005, p. 449. “Não há país desenvolvido sem um bom sistema financeiro, o que implica que também não país nessa situação sem um bom sistema legal e judicial, pois a intermediação financeira não pode se desenvolver sem uma base jurídica adequada. As transações realizadas no mercado financeiro são estruturadas contratualmente e têm, nas suas duas pontas, agentes que raramente se conhecem. Ao contrário, da maioria das atividades comerciais, em que as duas partes cumprem suas obrigações (quase) simultaneamente, no mercado financeiro o descompasso temporal está na essência da transação: toma-se recursos hoje para serem pagos de volta no futuro. A fidedignidade é fundamental. E na presença do oportunismo, muitas operações financeiras seriam inviáveis sem a sustentação de um aparato jurídico.”

¹¹⁷ NORTH, Douglass C. Transaction costs, institutions, and economic history. *Zeitschrift für die gesamte Staatswissenschaft/Journal of institutional and theoretical economics*, n. H. 1, p. 7-17, 1984. p. 14 De acordo com Douglas North houve duas grandes revoluções, uma quando se dominou as técnicas da agricultura, criou-se regras de propriedade, e de estocagens, e a outra foi a revolução industrial, no Séc. XVIII, mas que teve sensível modificação com o casamento da indústria com a ciência na metade do Sec. XIX, trazendo novas tecnologias e aumentando a capacidade de produção de novos bens. North firma que alguns problemas surgidos com a revolução industrial acabaram por aumentar os custos de transação, tais como disciplinas no trabalho, problemas de burocracias, controles de qualidade.

A necessidade por determinados produtos é o que move suas trocas e decorre da liberdade de contratação¹¹⁸. Por sua vez, o crescimento dos mercados é impulsionado diretamente pelo crescimento da sociedade. Ocorre que o crescimento dos mercados e o avanço dos meios de produção e o grande número de valores envolvidos fez com que a atividade comercial se tornasse visada e, por vezes, fosse comprometida por especuladores, maus agentes e maus investimentos.

Todavia, as crescentes trocas de produtos e as formas com que são implementadas podem gerar custos de transação, como ocorre na busca pelo cliente consumidor, como na discussão de contratos e nas suas execuções, fatores estes que podem elevar os custos de transação. Dentre as formas de regulação se encontram a indicação de *standards* os quais podem ser oferecidos por agências reguladoras ou associações.

Um dos custos de transação que se deve levar em consideração é justamente o da obtenção de informações, uma vez que os agentes que visem informações mais completas para contratarem terão que dispendir mais tempo e recursos para atingir essa finalidade. Dessa forma, pode-se entender que uma boa regulação tem o condão de reduzir custos dos agentes para a obtenção de informações.

Assim, adicionado ao fato de que algumas relações comerciais devem oferecer proteções aos contratantes, é importante deduzir-se que uma boa regulação pode reduzir os custos de transação, tornando mais fáceis as interações.

¹¹⁸ A respeito do comportamento dos consumidores e seus aspectos psicológicos, confira-se um interessante estudo de Herbert Kimura sobre as finanças comportamentais: “As finanças comportamentais representam um novo ramo na teoria financeira, que busca incorporar os aspectos psicológicos dos indivíduos no processo de avaliação e precificação de ativos financeiros [...]Desafiando o paradigma imposto pela hipótese de mercados eficientes, as finanças comportamentais consideram que os investidores podem agir de maneira não-razional impactando consistentemente o comportamento do mercado. Assim, os defensores das finanças comportamentais advogam a possibilidade de ganhos extraordinários decorrentes de distorções previsíveis nos preços dos ativos financeiros. [...] As origens das finanças comportamentais estão associadas às aplicações das descobertas da psicologia na teoria econômica. Os estudos pioneiros de Kahneman e Tversky (1979) sobre erros de heurística e as pesquisas comportamentais de Slovic (1972) a respeito de problemas de percepção de risco abriram caminho para a avaliação da influência dos aspectos psicológicos no processo de tomada de decisão dos investidores.” (KIMURA, Herbert. Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais. RAE-eletrônica, v. 2, n. 1, p. 1-14, 2003)

A fim de se limitar a atividade e proteger as relações comerciais, em um primeiro momento o que se viu foi a autorregulação de determinados setores, como ocorreu com as Corporações de Ofício^{119 120}.

Posteriormente, buscou-se legislar sobre a atividade empresarial a fim de abarcar os diversos ramos¹²¹.

Prossegue a evolução do direito empresarial até chegar-se à definição da “empresa”, descrita como a atividade profissional e organizada, com intuito de lucro e para a circulação de bens ou serviços, conforme texto adotado pelo art. 966 do Código Civil de 2002.

Com o crescimento dos mercados, os produtos em comercialização foram sendo diversificados, fato este que também ocorreu no mercado financeiro. Se hoje o mercado de capitais pode oferecer uma gama robusta de produtos (títulos de crédito, moedas estrangeiras, ações etc.) é porque tais bens foram gerados em excesso e encontraram investidores dispostos a adquiri-los.

¹¹⁹ MAMEDE, Gladstone. *Direito empresarial brasileiro: empresa e atuação empresarial*, volume 1. – São Paulo : Atlas, 2011, p. 16/17. Sobre a atuação das “corporações de ofícios”: “[...] o papel essencial desempenhado pelas associações de comerciantes, constituídas para resistir aos ataques de senhores feudais, e que assumem um papel predominante na nova ordem, transformando os Municípios em verdadeiras confederações comerciais a exemplo de Gênova, Pisa, Florença e Veneza; foi esse o período de formação de um Direito do Comércio (ou Direito Comercial), um conjunto de normas ágeis que se contrapunham ao formalismo das normas do Direito Canônico valorizando os costumes empresariais, redigindo seus próprios estatutos [...], bem como juntas de julgamento próprias para o arbitramento de controvérsias entre comerciantes. [...] Assim, forjaram-se as condições históricas para a constituição de um direito de classe, ocupado, especificamente do fenômeno mercantil.

¹²⁰ TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. Vol. 1 – São Paulo: Atlas, 2011, p. 7. “[...] o direito comercial podia ser entendido como o direito dos comerciantes, vale dizer, o direito comercial disciplinava as relações entre os comerciantes. Eram, inicialmente, normas costumeiras, aplicadas por um juiz eleito pelas corporações, o cônsul, e só valiam dentro da própria corporação. Posteriormente, no seio das corporações, surgem também normas escritas para a disciplina das relações entre comerciantes. Essas normas escritas, juntamente com os costumes, formaram os chamados estatutos das corporações, fonte primordial do direito comercial em sua origem”.

¹²¹ Ibid. p. 8/9. “Na Idade Moderna, houve um movimento de centralização monárquica, de modo que os comerciantes deixam de ser os responsáveis pela elaboração do direito comercial, tarefa esta que fica nas mãos do próprio Estado. Passa-se à estatização do direito comercial. [...] O Código Napoleônico de 1807 marca o início dessa nova fase do direito comercial, na medida em que acolheu a teoria dos atos de comércio, passando a disciplinar uma série de atos da vida econômica e jurídica, que não eram exclusivos dos comerciantes, mas que necessitavam das mesmas características do direito mercantil: facilidade de prova, prescrição breve, rapidez processual e competência técnica dos juízes”.

Ogus aponta que há dois meios de regulação, por meio de dois sistemas econômicos distintos, quer sejam: pelo sistema de mercado, no qual as partes, indivíduos ou grupos interagem livremente e regulam suas atividades por instrumentos privados (leis de direito privado e contratos), ou pelo meio do sistema coletivista, decorrente da ação pública dirigida a incentivar comportamentos que não ocorreriam de forma espontânea¹²².

A regulação pode se dar pela própria atividade comercial, como é o exemplo da regra da oferta e da demanda que regula preços, na qual se sobressaem regras privadas. Por outro lado, o Estado pode emanar normas por seus diversos órgãos com essa competência, desde o Poder Legislativo ou pelas agências reguladoras, como é o caso da CVM.

Deve-se ter em mente que a regulamentação do mercado por meio da legislação pode criar uma área de conforto e segurança aos investidores, a ponto de aumentar os investimentos e reduzir riscos, por seu caráter de superioridade e de direção. Por outro lado, regras privadas podem trazer incentivos para as partes contratantes, contudo estes incentivos decorrem da aceitação voluntária dos contratantes às cláusulas contratuais livremente discutidas e aceitas e, em caso de descumprimento, a implementação do contrato pode ocorrer por meio da jurisdição.¹²³

Ogus adverte que é errado acreditar que dentro do sistema de mercado não há necessidade de leis, pois qualquer sociedade necessita de ordem e segurança, sendo que as leis podem dar apoio aos acordos privados.¹²⁴

¹²² OGUS, Anthony I. *Regulation: Legal form and economic theory*. Bloomsbury Publishing, 2004, p. 2. "In all industrialized societies there is a tension between two systems of economic organization. Under the first, which may be called the market system [...] individuals and groups are left free, subject only to certain basic restraints, to pursue their own welfare goals. The legal system underpins these arrangements but predominantly through instruments of private law; regulation, as shall understand it, has no significant role. The second is the collectivist system: the state seeks to direct or encourage behavior which [...] would not occur without such intervention."

¹²³ OGUS, Anthony I. *Regulation: Legal form and economic theory*. Bloomsbury Publishing, 2004, p. 2.

¹²⁴ OGUS, Anthony I. *Regulation: Legal form and economic theory*. Bloomsbury Publishing, 2004, p. 3.

No sistema de mercado as leis têm um cunho de facilitar e incentivar a formação dos contratos em decorrência do tratamento igualitário e, se necessário, pelo reconhecimento pelos tribunais¹²⁵.

Cumprido destacar que o objetivo da regulação é o de manter o mercado de forma eficiente com as interações entre os agentes ocorrendo de forma harmônica, corrigindo e evitando falhas no mercado, como é o caso da assimetria de informações¹²⁶. Investidores, por meio da regulamentação de determinada atividade do mercado, podem alcançar benefícios que talvez não fossem alcançados em acordos exclusivamente privados, possivelmente em razão dos elevados custos de transação.

Ao se descrever a estrutura legal do mercado de capitais, pode-se conhecer até que ponto o mercado e os agentes podem conduzir suas ações em um esquema de incentivos e proteções. Conforme Kümpel, a regulação pode ocorrer em três níveis de acordo com a (i) criação de condições estruturais do mercado de capitais, necessários às condições jurídicas estruturais para a negociação de valores mobiliários; (ii) organização jurídica dos serviços direcionados ao mercado e às relações contratuais envolvendo investidores e prestadoras de serviços – bancos e corretoras e, (iii) criação de obrigações e proibições para participantes do mercado¹²⁷.

¹²⁵ Ibid., p. 2. “[...] under the market law has a primarily facilitative function: it offers a set of formalized arrangements with individuals can ‘clothe’ their welfare-seeking activities and relationships. The arrangement carry with them mutual rights and obligations which, if necessary a court will enforce. Although the law may be said to control conduct, the fact that it is private renders it distinct from regulation in two fundamental respect: it is left to individuals and not the state to enforce rights; and obligations are incurred voluntarily in the sense that they can always be displaced by agreements between the affected parties, if they are found to be inappropriate.

¹²⁶ MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro. *Rev. contab. finanç.*, São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, Apr. 2014. Disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000100004&lng=en&nrm=iso>. access on 01 Dec. 2015. Nesse contexto, aplica-se a interessante conclusão de “Um mercado com alta assimetria de informação pode ter sérias implicações na negociação dos ativos, principalmente se ele for emergente, como é o caso do mercado brasileiro, pois abre espaço para insider trading. Assim, com base nos resultados apresentados, a primeira hipótese levantada por esta pesquisa, que se refere à presença de assimetria de informação na negociação de ações relacionada às características econômico-financeiras e governança das companhias listadas na BM&F Bovespa, foi confirmada para algumas das variáveis investigadas.

¹²⁷ KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução* – Rio de Janeiro: Renovar, 2007, p. 7.

Para Kümpel, regras de regulação do mercado de capitais fazem parte do ramo do Direito Econômico e do Direito Comercial, sendo descrito como:

[...] a totalidade de disposições legais, condições de negócio e padrões (standards) reconhecidos, que regulam a organização do Mercado de Capitais, as prestações de serviços bancários, relacionados a esse mercado, bem como os deveres de conduta dos participantes do mercado, ou de terceiros, também assim relacionados.

Interessante salientar que qualquer forma de regulação, decorrente da livre negociação de regras do mercado ou em função do interesse público¹²⁸, consistirá em uma delimitação da atuação dos agentes ou em relação aos bens negociados¹²⁹.

Eizirik explica que a regulação decorre de um conjunto de ações que não fica restrita à elaboração de normas e que limitam a liberdade de contratação dos interessados.¹³⁰

Nesse momento, a fim de se demonstrar se há suficiente legislação a respeito dos fundos de investimento, bem como da atuação dos agentes, investidor e intermediários, principalmente no dever de o intermediário, corretor de bolsa de valores, de transmitir ao investidor as informações necessárias a uma escolha consciente dos benefícios e dos riscos que envolvem a contratação, passamos a descrever e analisar os pontos relevantes da legislação nacional, no tocante à atividade de intermediação de compra e venda de ações e aplicações em fundos de investimento.

Por sua vez, explorando os dispositivos legais que regulam a atividade dos fundos de investimento, será possível concluir sobre eventual falta de legislação a respeito do dever de prestar informações entre gestores de fundo de investimentos e investidores.

¹²⁸ OGUS, Anthony I. Regulation: Legal form and economic theory. *Bloomsbury Publishing*, 2004, p. 1.

¹²⁹ EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011, p. 15.

¹³⁰ Ibid. p. 16. “a regulação de determinado mercado compreende as atividades de elaboração de normas legais ou regulatórias, do registro e da fiscalização das entidades que atuam no mercado, bem como da aplicação de tais normas, que podem resultar em sanções administrativas, após o competente processo sancionador. Assim, o termo regulação designa o conjunto de regras que limitam a liberdade de ação e de escolha das empresas, dos profissionais e dos consumidores, e cuja aplicação sustenta-se no poder de coerção estatal”.

2.5 Regulação e a Crise *Subprime*

Um dos melhores exemplos de como a falha na prestação de informações pode trazer consequências nefastas foi a crise financeira de 2007/2008, conhecida com a Crise *Subprime*.

Em 2007 teve início uma das piores crises financeiras mundiais decorrente de uma falha de mercado ocorrida nas Bolsas de Valores norte-americanas, em um evento que ficou conhecido como “crise do *subprimes*”.

Esta crise decorreu de uma falha na prestação de informações aos investidores em bolsas de valores sobre operações em instituições financeiras, o que levou vários investidores nos Estados Unidos a perderem suas poupanças e mergulhar a maior potência econômica mundial em recessão.

Empréstimos *Subprimes* eram aqueles concedidos sem nenhuma garantia aos que quisessem adquirir imóveis nos Estados Unidos. Como explica Belluzzo, a euforia pelo crescimento elevado da economia e o otimismo com relação à longa duração da expansão, além da desregulamentação financeira “incitou os ‘espíritos animais’ que, diga-se, foram mais afoitos no afã do enriquecimento do que em ciclos pretéritos”¹³¹

Ocorre que bancos concediam empréstimos, que embora estivessem amparados por uma suposta garantia em imóveis financiados, não resguardavam nenhuma segurança de solvência das dívidas, pois, afinal, os imóveis hipotecados sequer mantinham relação de preço com o correspondente ao valor emprestado.¹³²

A quantidade de empréstimos oferecidos para a aquisição de imóveis era de tal proporção que os seus valores foram inflados pela grande procura, que gerou uma profusão na construção dos imóveis, que realimentou a expectativa por novos

¹³¹ BELLUZZO, L. G. et al. Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho. Brasília: ANFIP, 2009, p. 20

¹³² BELLUZZO. op. cit., p. 20. “A engrenagem que combinava crescimento elevado e juros muito baixos instigou a multiplicação de inovações financeiras perigosas, entre elas, a superalavancagem das posições e a disseminação de derivativos de crédito. Bancos comerciais, de investimento, administradores dos fundos de pensão, fundos mútuos, private equity funds, para não falar dos sofisticados fundos de hedge, todas consolidaram a convicção de que estavam blindados contra riscos de mercado, de liquidez e de pagamentos”.

empréstimos. Esse ciclo virtuoso de empréstimos a juros baixos, demanda por moradias, construção de novos imóveis, com seu consequente encarecimento gerou uma bolha imobiliária sem precedentes. O preço atribuído aos imóveis era irreal, o que só foi demonstrado, posteriormente, quando eles foram devolvidos para os bancos.

Nessa ciranda financeira, a desregulamentação do setor financeiro, que tinha na *Glass-Steagal Act*, um referencial legal criado pós crise de 1929, para evitar que bancos de depósitos aplicassem em investimentos no mercado de capitais, foi sendo constantemente liberada dessas amarras. Além disso, estes mesmos bancos de depósito se utilizavam de poupanças e de suas próprias reservas financeiras, além de tomarem mais dinheiro emprestado no mercado, a fim de alavancarem ainda mais os empréstimos, para novamente os oferecer ao mercado, o que deixou os bancos com baixa liquidez.

No momento em que os mutuários deixaram de pagar as hipotecas e os bancos não tiveram como arcar com os empréstimos, a consequência foi o encerramento (falência) de alguns bancos e uma terrível crise financeira foi instaurada.

Evidenciou-se que a falta de garantias para a tomada de empréstimos redundaria em uma avalanche de contratos inadimplidos e a falta do retorno que era esperado pelos bancos e seus investidores. Como consequência, várias instituições financeiras, até então sólidas e de grande prestígio, Lehman Bros e Meryl Lynch, por exemplo, foram à falência ou acabaram por serem incorporadas por outros bancos.

Como resultado, houve uma deficiência de liquidez em todos os mercados mundiais, e a retração da economia no Estados Unidos e em muitos outros países.

No período histórico em que ocorreu a crise, o principal marco regulatório existente nos Estados Unidos a respeito do mercado de valores mobiliários foram as Securities Act de 1933 e a Securities Exchange Act de 1934, que elaboradas após a Crise da Bolsa de Nova York de 1929 se tornaram referência em matéria de regulação do mercado de capitais, criando a *SEC – Security and Exchange Commission*.¹³³

¹³³ Conforme descrição histórica do sítio da SEC: “When the stock market crashed in October 1929, public confidence in the markets plummeted. Investors large and small, as well as the banks who had loaned to them, lost great sums of money in the ensuing Great Depression. There was a consensus that for the economy to recover, the public's faith in the capital markets needed to be restored.

Ainda que os Estados Unidos tenham órgãos de regulação e supervisão da atividade do mercado de capitais, a constante desregulamentação do setor, com vistas a fomentar a economia, foi apontada como razão da crise *subprime*.

Apesar dos efeitos da crise de 2007/2008 terem alcançado grandes proporções, a ponto de se alastrar por diversos países, a recuperação da economia nos Estados Unidos foi iniciada em 2010.

Essa recuperação teve início com programas governamentais de socorro, dos quais estavam envolvidas compras de ativos financeiros em instituições financeiras prestes a quebrar. Tal iniciativa teve com grande êxito evitar o avanço de outras quebras no sistema financeiro.

O IPEA demonstrou por meio de dados levantados sobre o mercado de trabalho dos Estados Unidos que a taxa de desemprego antes do início da crise estava em 5% da mão-de-obra ativa, chegando no auge da crise a 9,9% em dezembro de 2009, de onde teve início seu declínio, reduzindo este número para 9% em janeiro de 2010.¹³⁴

As medidas intervencionais do Governo norte-americano consideraram a relevância do mercado de capitais para não afastar os investidores e, conseqüentemente, retomar o crescimento da economia.

O IPEA apontou em estudo que as medidas anticrise efetuadas pelo governo norte-americano foram proporcionais à crise e que, ao final, algumas medidas trouxeram inclusive lucro para o Tesouro, e não prejuízo¹³⁵.

Congress held hearings to identify the problems and search for solutions. Based on the findings in these hearings, Congress — during the peak year of the Depression — passed the Securities Act of 1933. This law, together with the Securities Exchange Act of 1934, which created the SEC, was designed to restore investor confidence in our capital markets by providing investors and the markets with more reliable information and clear rules of honest dealing.” Disponível em <https://www.sec.gov/about/whatwedo.shtml#create>, acesso em 21.10.2015. Ainda, sobre a criação da SEC, tem-se a explanação de WILLIAMS, Cynthia A. The securities and exchange commission and corporate social transparency. Harvard Law Review, 1999, p. 1197: WILLIAMS, Cynthia A. The securities and exchange commission and corporate social transparency. Harvard Law Review, 1999, p. 1197

¹³⁴ BASTOS, Carlos Pinkusfeld; MATTOS, FAM. Crise da *subprime* nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego. *Revista Tempo do Mundo*, 2011.

¹³⁵ BASTOS, Carlos Pinkusfeld; MATTOS, FAM. Crise da *subprime* nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego. *Revista Tempo do Mundo*, 2011. *Vejam algumas considerações do trabalho do IPEA que identifica as medidas tomadas pelo governo dos Estados Unidos e como se demonstra o fim da crise dos subprimes naquele país: “Existe, de maneira geral, uma divisão de três naturezas distintas dessas ações anticrise lançadas pelo governo federal.*

A lição que se pode retirar deste episódio, pois, é que a intervenção do Estado no mercado de capitais foi bem recebida para o combate aos efeitos da crise de 2007/2008.

Inicialmente, podemos caracterizar as ações de natureza patrimonial, ou seja, a compra por parte do Tesouro/Fed de participações acionárias em empresas majoritariamente financeiras, mas não exclusivamente, com o objetivo de salvá-las da insolvência via injeção de capital. Conforme comentado, este tipo de intervenção foi fundamental para a preservação do sistema financeiro e consequentemente para evitar um colapso da economia americana, que, certamente, também teria consequências desastrosas para a economia mundial. Entretanto, operações de compra de ativos ou estatizações também foram fundamentais para a sobrevivência do setor automobilístico americano, como se verá à frente. Outro tipo importantíssimo de intervenção diretamente ligada ao setor financeiro foram as operações de crédito realizadas diretamente pelo Fed, que, em alguns casos, tiveram também participação do Tesouro. Estas operações serviram para destravar o mercado de crédito, além de reduzir o spread das taxas de juros. Caso o mercado de crédito não tivesse sido reativado, tal situação teria levado a uma completa paralisação da atividade econômica nos Estados Unidos. [...] Como esperado, o maior de todos os programas listados (compra de ativos das instituições financeiras) precisamente o socorro às instituições financeiras, que já teve um índice de repagamento acima de 80%, tendo rendido quase US\$ 25 bilhões sobre os ativos que foram comprados pelo Tesouro americano. Quando somados às rendas, os dispêndios totais já estão quase todos cobertos, e a expectativa do Tesouro americano é de que gere em conjunto com os outros programas de apoio ao Crise Subprime nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego setor financeiro, um lucro de US\$ 16 bilhões. Ou seja, no final das contas, o programa público que salvou o sistema financeiro americano trará lucro e não déficit ao Tesouro”

3 CORREÇÃO DE FALHAS INFORMACIONAIS POR MEIOS PRIVADOS

O propósito do presente capítulo é demonstrar os diferentes meios privados voltados para a redução da falha de mercado da assimetria de informações, principalmente no tocante ao mercado de capitais. Ver-se-á a seguir que o mercado de capitais produziu meios de redução da assimetria informacional que independem da atuação estatal, afim de tornar-se mais eficiente e permitir escolhas mais racionais aos seus agentes.

Pretende-se demonstrar alguns meios que têm sido utilizados para reduzir a assimetria de informações no mercado de capitais, tal como a utilização de agências de classificação de risco, a autorregulação, e a *asset management*.

Não se trata da eliminação da assimetria de informações, uma vez que, em razão da complexidade da atividade desenvolvida perante o mercado de capitais, muitos dos investidores continuarão sem conhecer todos os detalhes das operações. Todavia, as seguintes práticas trazem benefícios tanto para investidores, como para o mercado como um todo.

3.1 Agências de classificação de risco

As agências de classificação de risco verificam alguns padrões qualitativos e quantitativos que indicam o potencial de determinadas sociedades de cumprirem os objetivos apresentados. Dessa forma, as agências fornecem ao investidor mais uma opinião do que propriamente certeza sobre a qualidade do investimento, mas que permite a ele fazer uma boa análise da aplicação.

As agências se baseiam no estudo de critérios quantitativos e valorativos, tais como a qualidade de uma empresa que pode ir de excelente a péssima e de empresas com qualidade para o investimento ou até com caráter inadimplente.

As principais agências de classificação de risco de caráter internacional são a MOODY'S, a FITCH e S&P (Standards e Poors), que têm atuação em diversos países.

Esses grupos usam como padrão de indicação da qualidade do investimento, o uso de letras, que parte do melhor investimento, que recebe a classificação AAA (mais alta qualidade), passando pelo padrão B (média qualidade), ao C (mais baixa qualidade) e ao nível D (inadimplente).

Uma possível crítica que se pode atribuir à classificação apresentada pelas agências de classificação de risco é que esta serve apenas de indicativo, não resultando em certeza sobre a qualidade do título.

Assim, ainda que determinado título alcance uma boa classificação, ela não gera ao investidor qualquer certeza sobre a veracidade dos títulos, havendo a possibilidade de existência de um bom resíduo no que tange à assimetria de informações.

Assim, as agências de classificação de risco não eliminam a assimetria informacional, mas apenas promovem uma redução na qualidade da informação e permite ao investidor uma escolha mais racional.

Contudo, ainda que não se alcance alguma certeza sobre a aplicação em determinados títulos, a função das agências de classificação de risco em empregar métodos de análise relevantes (desde situação patrimonial das empresas, até relevantes questões de ordem política) é a de reduzir o déficit informacional. A análise de variáveis, permitem identificar bons e maus investimentos, tais como aplicação em determinadas empresas, títulos ou em títulos emitidos por alguns países¹³⁶, que podem representar alto risco ou risco reduzido para o adimplemento das obrigações¹³⁷.

Uma das grandes falhas na classificação dos riscos aconteceu com os títulos relativos às hipotecas norte-americanas, que foram avaliados como sendo de

¹³⁶ BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre; CORRAR, Luiz João. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças–USP*, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 28-43, 2009. p. 2).

¹³⁷ Segundo o site da Standard's and Poor's (2015): "Credit ratings are one of several tools that investors can use when making decisions about purchasing bonds and other fixed income investments." Disponível em: <http://www.spratings.com/en_US/understanding-ratings?rd=understandingratings.com> Acesso em 20 nov. 2015.

“excelente qualidade e menor risco” – denominados títulos AAA, mas que se evidenciou serem de baixa qualidade e de risco de inadimplemento¹³⁸.

Ainda que as agências de classificação de risco apontem para um determinado cenário de expectativa para o investidor, não há garantias plenas de que a análise esteja calcada em informações determinantes para o sucesso da aplicação, podendo ocorrer, inclusive, uma análise equivocada que promova a perda do investimento.

3.2 Autorregulação – A experiência da ANBIMA

Em se tratando da autorregulação do mercado de capitais, iniciativas privadas criam regras para seus associados na tentativa de reduzir falhas de mercado, mantendo seu público com elevado número de informações.

De acordo com Green¹³⁹, a regulação existem em diversas áreas como construção, saúde e segurança, sendo que os governos desenvolveram várias regras durante o Século XX, as quais são criticadas por serem inflexíveis, inadequadas, não gerando incentivos e vulneráveis a interesses especiais, o que conduziu os governos a repensarem seus regulamentos.

A respeito dos fundos de investimento, tem-se o exemplo da ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais, criada pela fusão da ANDIB (Associação Nacional dos Bancos de Investimento) e ANDIMA (Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro), ocorrida em 2009.

Entre seus objetivos está o de prover o mercado de capitais, e em especial os de fundos de investimento, de informações relevantes aos agentes financeiros

¹³⁸ FARHJ, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. *Ensaio FEE*, v. 23, n. 2, p. 761-786, 2002 p. 772. ‘... outro momento em que a classificação de risco pelas agências internacionais falhou, trazendo prejuízos aos investidores. Vejamos: “Entretanto constatou-se que a crise dos países do Sudeste Asiático, em 1997, surpreendeu as agências de classificação de riscos e, por conseguinte, muitos investidores que seguiam suas recomendações. Pouco antes da desvalorização do baht tailandês, que deu início à crise, as agências tinham confirmado as classificações favoráveis que atribuíam às economias da região, ignorando a deterioração de seus fundamentos macroeconômicos”.

¹³⁹ GREEN, Andrew et al. Self-regulation and the protection of the public interest. Panel on the Role of Government. Accessed at <http://www.law-lib.utoronto.ca/investing/reports/rp26.pdf>, 2003.

envolvidos. Segundo o *site* da ANBIMA¹⁴⁰, “os dados, que são coletados e tratados pela ANBIMA, vão desde preços de negociação no mercado secundário até a análise aprofundada de temas específicos, sempre com o objetivo de contribuir para a transparência, a segurança e o fomento do mercado”.

Um dos benefícios da autorregulação por associações está o do grau de especialização¹⁴¹ no ramo de mercado em que atua, pois é formada de profissionais dedicados para o tipo de negócio, o que muitas vezes não ocorre com os entes governamentais¹⁴². Pelo grau de especialização dos profissionais envolvidos, a coleta e o repasse das informações pode resultar em um grande arsenal contra a assimetria de informações e consequente redução nos custos de transação.

Por outro lado, ressalva-se que a aplicação das normas criadas por regulamentos internos das associações fica restrita aos seus associados, não contemplando aos demais agentes financeiros. As sanções em caso de descumprimento são direcionadas apenas a estes associados.

As vantagens de se ter no mercado uma associação desse porte e com elevado grau de especialização não se resume apenas à assistência de seus associados. Além do grau das informações prestadas para eles, os investidores podem contar com mais uma entidade fiscalizadora da atuação dos agentes financeiros, o que pode indicar mais segurança para os investimentos.

¹⁴⁰ ANBIMA www.anbima.com.br

¹⁴¹ CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro – conceito, evolução e tendência num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009, p. 58. “Uma entidade autorreguladora, ao obter adesão dos participantes do mercado, está mais próxima das atividades que propõe regular, dispondo, portanto, de maior sensibilidade e destreza para avaliar as condições e normatiza-las”.

¹⁴² *Ibid.*, p.13. Os órgãos governamentais, presos a uma política burocrática, nem sempre conseguem juntar os profissionais mais qualificados para um setor da economia que necessita de rapidez na tomada de decisões. Sobre a eficiência das entidades governamentais no mercado de capitais, confira-se a seguinte lição: “Um estudo bastante influente ultimou que os governos frequentemente não são os melhores atores para lidar com as falhas de mercado. Nessa perspectiva, caracterizam como mais efetivas as regulações que permitam ao setor privado monitorar as instituições financeiras. Esse fenômeno pode ser associação ao maior desenvolvimento e amadurecimento do segmento bancário”.

E os números do relatório da ANBIMA para o ano de 2014 foram expressivos: segundo a ANBIMA, de 2014 foram registrados 14.569 fundos de investimento, com patrimônio de R\$ 2,7 trilhões e uma captação líquida de R\$ 1,1 bilhão¹⁴³.

Entre as práticas adotadas pela ANBIMA estão a defesa da concorrência, a padronização dos procedimentos; qualidade das informações remetidas aos participantes da ANBIMA e a elevação dos padrões fiduciários e a promoção de melhores práticas do mercado¹⁴⁴.

No art. 12, § 4º¹⁴⁵, da Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento constata-se a importância dispensada à prestação de informações aos cotista, uma vez que determina aos participantes da Associação que forneçam aos cotistas de fundos de investimentos um prospecto com as principais características desses fundos, onde um dos dizeres terá a seguinte redação:

O INVESTIMENTO DO FUNDO DE QUE TRATA ESTE PROSPECTO APRESENTA RISCOS PARA O INVESTIDOR. AINDA QUE O GESTOR DA CARTEIRA MANTENHA SISTEMA DE GERENCIAMENTO DE RISCOS, NÃO HÁ GARANTIA DE COMPLETA ELIMINAÇÃO DA POSSIBILIDADE DE PERDAS PARA O FUNDO E PARA O INVESTIDOR; ESTE FUNDO NÃO CONTA COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC; A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA; e AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESSE PROSPECTO ESTÃO EM CONSONÂNCIA COM O REGULAMENTO DO FUNDO, MAS NÃO O SUBSTITUEM. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA TANTO DESTE PROSPECTO QUANTO DO REGULAMENTO, COM ESPECIAL ATENÇÃO PARA AS CLÁUSULAS RELATIVAS AO OBJETIVO E À POLÍTICA DE INVESTIMENTO DO FUNDO, BEM COMO ÀS DISPOSIÇÕES DO PROSPECTO E DO REGULAMENTO QUE TRATAM DOS FATORES DE RISCO A QUE O FUNDO ESTÁ EXPOSTO. (Texto em caixa alta, conforme o Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento)

Destaca-se, pois, a relevância em se pretender uma boa autorregulação do mercado no sentido de prover ainda mais aos aplicadores um grau maior de certeza

¹⁴³ Fonte ANBIMA, disponível em www.anbima.com.br, Acesso em 10 nov. 2015.

¹⁴⁴ De acordo com o art. 1º do Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento disponível em www.anbima.com.br, Acesso em: 10 nov. 2015.

¹⁴⁵ Disponível em www.anbima.com.br. Acesso em 20 out. 2015.

quanto aos investimentos, não quanto ao retorno, mas quanto aos sujeitos destinatários e às práticas utilizadas, bem como ter informações relevantes sobre administradores, gestores e corretores¹⁴⁶.

3.3 O Asset Management e o Chinese Wall

O termo *asset management* pode ser traduzido como gestão de ativos ou investimentos, como ocorre com determinadas instituições financeiras que trabalham com o acompanhamento e gestão de recursos de seus clientes a fim de lhes indicar melhores investimentos.

Todavia, em face da criação das grandes corporações financeiras, grandes bancos, e da gama de serviços prestados por estas instituições a seus clientes, podem ocorrer conflitos de interesses¹⁴⁷, pois um determinado setor do banco pode se valer de informações privilegiadas para a gestão dos bens em outros setores dos bancos.

Suponha-se que o banco tenha conhecimento de algum prejuízo com relação a determinada ação de uma sociedade e se valha dessas informações para vender suas participações acionárias antes que todo mercado tenha esse informe. De outro lado, suponha-se que o banco tenha informações sobre a aquisição de uma

¹⁴⁶ CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro – conceito, evolução e tendência num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009, p. 58. “[...] para limitar o número de exemplos, é preciso considerar que pequenos investidores e consumidores de produtos financeiros são incentivados, diante da existência de agentes reguladores, a comportar-se com maior confiança e credibilidade nas instituições reguladas. Uma regulação apropriada é fundamental, portanto, para o fortalecimento e desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais”.

¹⁴⁷ TOMASIC, Roman. Chinese walls. Legal Principle and Commercial Reality in Multi-Service Professional Firms’(1991). *University of New South Wales Law Journal*, v. 14, p. 46/48. “The term “Chinese Wall” is a metaphor to describe a set of internal rules and procedures (sometimes including procedures to monitor these rules and procedures) established by a firm for the purpose or preventing certain types of information in the possession of one part of the firm (or of an affiliated group of firms) from being communicated to other parts of the same firm or group. [...] Conflicts of duty and interest problems can often be traced to the law of agency and to the fiduciary duties of professional advisers. In a partnership context these problems are accentuated as the knowledge of one partner is deemed to be known to all other partners and that, even where information relates to another client of the firm, a partner is required to make available to the other client all material information that is known to the partner and which might assist that other client. [...] The growth of diverse national and multinational partnerships has accentuated conflict or interest problems. The need for such professional organizations to raise capital for the expansion of their operations and to service the needs or large corporations and governments has required ever-larger professional groupings to be formed. This process has inevitably created severe conflict of interest problems for conglomerate professional practices and large financial advisory firms.”

companhia por outra, ou de uma fusão que elevará o valor das ações e passe a adquirir ações em razão dessa vantagem.

É visível a assimetria de informações uma vez que existe uma situação de vantagem com relação a outros investidores nas mesmas circunstâncias de mercado e, por sua vez, o conflito de interesses aparece quando a instituição financeira que deveria cuidar dos interesses de seus clientes faz uso de informações privilegiadas para obter vantagens para si em detrimento dos investidores.

O objetivo do *chinese wall* é evitar esse conflito de interesses entre bancos e investidores, fazendo com que os bancos que possuam entre seus ramos de atuação a gestão de valores de terceiros para investimentos, não comunique essa atividade com os demais ramos do banco, a fim de que ele não se aproveite de informações privilegiadas.

O uso dessas informações privilegiadas pelos bancos é uma das práticas que se denomina de *insider trading*¹⁴⁸.

A vedação da prática do *insider trading* está no art. 155, § 4º da Lei 6404/76, que assim determina “o administrador deve servir com lealdade à companhia e manter reserva sobre os seus negócios, sendo-lhe [...] vedada a utilização de informação relevante ainda não divulgada, por qualquer pessoa que a ela tenha tido acesso, com a finalidade de auferir vantagem, para si ou para outrem, no mercado de valores mobiliários. ”

O que sobressai aqui é o acesso a informações utilizadas por agentes e ainda não divulgadas ao mercado de capitais, consistindo, novamente, na prática da assimetria de informações.

No caso do *insider trading* a prática é nociva ao mercado pelo fato de que alguns agentes financeiros, que pode ser o próprio banco de investimento ou outra firma de seu conglomerado, terão mais vantagens no momento de efetuarem escolhas

¹⁴⁸ GORMAN, Christopher M. Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers? .*Fordham J. Corp. & Fin. L.*, v. 9, 2003. Insider trading is the illegal trading of security based on material, nonpublic information. In a multi-service broker-dealer, the investment banking department usually obtains this material, nonpublic information through its relationship with corporate clients. The investment banker then shares this information with their firm's retail brokers, who make trade recommendations to their customer's base on this information.

em decorrência de informações não compartilhadas com os demais agentes do mercado.

Nesse caso, a velocidade da tomada de decisões, compra ou venda de ativos ou manutenção da posição, causará desequilíbrios aos demais investidores que não detêm alguma informação considerada relevante.

A criação do que se convencionou chamar de *chinese wall* teve como objetivo a separação dos ramos de atividades dos bancos, entre a parte relativa aos depósitos dos poupadores e, de outra parte, o *asset management* que tem como objetivo gerenciar investimentos de terceiros, com a finalidade de que setores da mesma instituição não se utilizem de informações não compartilhadas entre outros investidores.

Com efeito, outros meios podem ser utilizados para diminuir a assimetria de informações entre demandantes e ofertantes ou fazer com que as informações circulem de maneira igualitária entre os diversos investidores.

Entre estes meios, encontramos a legislação em sentido amplo, decorrente de leis e outras normas constantes do sistema financeiro, que pressupõe a regulação do mercado para futuras transações.

4 CORREÇÃO DE FALHAS INFORMACIONAIS POR REGULAÇÃO

O objetivo deste capítulo é demonstrar como ocorre a correção da falha de mercado da assimetria de informações por meio da regulação estatal e, em específico, no que tange aos fundos de investimento com aplicações no exterior pela Instrução CVM nº 555, de 2014.

Conforme demonstrado anteriormente, há duas formas usuais de correção da falha de mercado da assimetria de informações, sendo uma decorrente da autorregulação e a outra da regulação estatal, destinada a fornecer proteção ao investidor e coibir abusos entre negociantes de bens. A correção, igualmente, pode se dar por meio de institutos de responsabilidade, ao considerar a possível responsabilidade administrativa e judicial dos casos.

A correção decorrente da regulação estatal é proveniente da emanção de leis em sentido amplo, tanto leis em sentido estrito, elaboradas por um corpo legislativo, bem como por agentes reguladores, tal como ocorre com a CVM.

No caso do presente estudo temos, a base para o mercado de valores mobiliários é a Lei nº 6.385, de 1976, que criou a CVM, órgão de regulação e fiscalização, e que posteriormente editou instruções para as instituições que laboram nesse mercado, como se verá adiante.

4.1 CVM e a competência para regulação dos fundos de investimento

Ao se demonstrar alguns níveis de regulação do mercado de capitais, busca-se apresentar a forma como as normas podem contribuir para a redução de falhas de mercado que podem resultar em incertezas quanto aos possíveis retornos do investimento, ainda que determinada atividade tenha como componente o risco.

Uma das formas de redução das incertezas ocorre no momento da escolha do investimento, quando os agentes que negociam dispõem do mesmo nível de informações. Assim, uma boa regulação que determine a prestação de informações

poderá atrair mais investidores e, ainda, prever possível ressarcimento em caso de danos em razão de descumprimentos contratuais.

Nesse contexto, a Lei nº 6.385, de 1976 é a principal norma sobre o mercado de capitais, regulamentando o mercado de valores mobiliários e atribuindo prerrogativas para a emissão de instruções normativas tanto para o BACEN quanto para a CVM.

O art. 1º da referida Lei, estabelece o campo de aplicação da norma, com o intuito de fiscalizar e regular as atividades de negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários e de derivativos, bem como da administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários e dos serviços de consultor e analista de valores mobiliários.¹⁴⁹

A Lei nº 6.385, de 1976 classifica o mercado em primário e secundário. Ao mercado primário está associado o momento de constituição da sociedade anônima. O mercado secundário está atrelado ao comércio dos valores mobiliários emitidos pelas sociedades anônimas após sua constituição.

A sociedade anônima em constituição prevê a discussão de seu estatuto, ocasião em que podem ser dirimidas muitas dúvidas antes do início das atividades em uma assembleia determinada para esse fim¹⁵⁰. Contudo, é presumível que os sócios fundadores detenham mais informações do que os novos ingressantes (p.ex. sobre alguma tecnologia que será desenvolvida, localidade de implantação da fábrica e da infraestrutura do local)¹⁵¹.

Dessa forma, é possível cogitar-se que a assimetria de informações ocorra quando da constituição da sociedade anônima mesmo que os acionistas possam discutir o seu estatuto, pois é plausível que alguns fundadores detenham mais conhecimento que outros sobre a companhia. Todavia, será mais condizente que

¹⁴⁹ A Lei nº 6.385, de 1976: Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades: (...) II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários; III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (...) VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (...) VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

¹⁵⁰ Art. 87 da Lei 6.404, de 1976.

¹⁵¹ Assim, se as informações forem relevantes para a constituição de uma sociedade anônima e houver sonegação delas, a nosso ver é possível a propositura de demanda anulatória da constituição da sociedade e indenizatória por eventuais prejuízos.

ocorra essa falha após o início das atividades da S.A., e da entrada em circulação das ações no mercado de capitais, uma vez que os investidores interessados necessitarão de maior grau de informações até efetuarem a aquisição dos ativos, o que lhes acarreta maiores custos de transação, e que nem sempre são investigados.

A competência da CVM está estabelecida no § 3º do art. 2º da Lei nº 6.385, de 1976, sendo-lhe atribuída a função de expedir normas para a execução de seus mandamentos, tais como “(i) exigir que os emissores de valores mobiliários se constituam sob a forma de sociedade anônima, (ii) exigir que as demonstrações financeiras dos emissores, ou que as informações sobre o empreendimento ou projeto, sejam auditadas por auditor independente nela registrado” e, no tocante à diminuição da assimetria de informações, uma vez que estabelece padrões para a emissão de valores mobiliários e reduzindo custos de transação, “estabelecer padrões de cláusulas e condições que devam ser adotadas nos títulos ou contratos de investimento, destinados à negociação em bolsa ou balcão, organizado ou não, e recusar a admissão ao mercado da emissão que não satisfaça a esses padrões”.

O art. 4º, inciso I, da referida lei determina ao CNM e à CVM, que estimulem entre os brasileiros a poupança e a aplicação em valores mobiliários¹⁵².

De grande importância, o art. 4º da Lei nº 6.385, de 1976, incumbe ao CNM e à CVM a obrigação de coibir práticas de atos ilícitos dentro do mercado de capitais, tais como emissões fraudulentas, falta de transparência e atos ilícitos causados por administradores e acionistas e, principalmente, de administradores de valores mobiliários¹⁵³.

¹⁵² Diferentemente da aplicação em valores mobiliários, a poupança traz menos riscos para o investidor.

¹⁵³ Lei nº 6.385, de 1976. Art. 4º O Conselho Monetário Nacional e a Comissão de Valores Mobiliários exercerão as atribuições previstas na lei para o fim de: I - estimular a formação de poupanças e a sua aplicação em valores mobiliários; (...) IV - proteger os titulares de valores mobiliários e os investidores do mercado contra: a) emissões irregulares de valores mobiliários; b) atos ilegais de administradores e acionistas controladores das companhias abertas, ou de administradores de carteira de valores mobiliários. c) o uso de informação relevante não divulgada no mercado de valores mobiliários. V - evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação destinadas a criar condições artificiais de demanda, oferta ou preço dos valores mobiliários negociados no mercado; (negrito nosso) VI - assegurar o acesso do público a informações sobre os valores mobiliários negociados e as companhias que os tenham emitido;(...)

Perceba-se, novamente, a importância dada ao dever de transparência no mercado de capitais, desta vez atribuindo poderes à CVM para coibir práticas lesivas aos interesses do investidor.

O fato de o inciso VI do art. 4º da norma citada determinar à CVM que assegure ao público a prestação de informações sobre os valores mobiliários que estão sendo comercializados, evidencia a implementação da política do *full disclosure*.

O poder regulamentar da Comissão de Valores Mobiliários está previsto no art. 5º e no inciso I, do art. 8º, da Lei nº 6.385, de 1976¹⁵⁴.

Além do dever de regulamentar as matérias dispostas na Lei nº 6.385, de 1976, deve a CVM administrar os registros instituídos por esta Lei; fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados; propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado; e fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.¹⁵⁵

Em relação à diminuição da assimetria de informações, verifica-se ainda a importância de serem oferecidas informações relevantes aos agentes econômicos, uma vez que o inciso III do §1º do art. 9º, prevê que, em situações de anormalidade no mercado de capitais, a CVM poderá, *verbis*: “divulgar informações ou recomendações com o fim de esclarecer ou orientar os participantes do mercado”. Já o §6º, do art. 9º, da Lei nº 6.385, de 1976, estabelece a possibilidade da CVM “apurar e punir condutas fraudulentas no mercado de valores mobiliários sempre que: I - seus efeitos ocasionem danos a pessoas residentes no território nacional, independentemente do local em que tenham ocorrido; e, II - os atos ou omissões relevantes tenham sido praticados em território nacional”.

¹⁵⁴ O art. 5º da Lei nº 6.385, de 1976 cuida da instituição da Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica ligada ao Ministério da Fazenda, com competência para expedir regulamentos para a aplicação da Lei.

¹⁵⁵ Art. 8º da Lei nº 6.385, de 1976.

Uma vez que os valores mobiliários são utilizados como uma forma de financiamento da atividade empresarial, pois visam a captação de recursos para a companhia, a emissão pública de valores mobiliários deve ser precedida de prévio registro na CVM, conforme determina o art. 19 da Lei nº 6.385, de 1976, fato este que garante maior credibilidade à atuação das sociedades empresárias.

4.2 O poder regulamentar da CVM

Em razão da competência regulamentar da CVM conforme atribuição concedida pela Lei nº 6.385, de 1976, a comissão expede instruções relativas ao comércio de valores mobiliários no mercado organizado de bolsa de valores ou de balcão.

O início da disciplina relativa aos fundos de investimento somente foi elaborado com o acréscimo trazido pela Lei nº 10.303, de 2001, que acrescentou como valores mobiliários as cotas em fundos de investimento, alterando a Lei nº 6.385, de 1976. No que tange aos fundos de investimento, tínhamos em vigor, até 1º de julho de 2015, a Instrução nº 409, de 2004, que dispunha “sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento”, substituída pela Instrução CVM nº 555, de 2014. Uma das atribuições da CVM é justamente a fiscalização dos fundos de investimento, podendo emitir instruções para o devido funcionamento do mercado de capitais.

Assim, ainda que o mercado não necessitasse de regulamentação para sua existência, o crescimento da indústria dos fundos de investimento e o crescimento dos investimentos nestes fundos fez com que houvesse necessidade de racionalizar o mercado, trazendo-lhe mais eficiência.

Como já apontado, ainda que com apenas dez anos de existência, a Instrução CVM 409/2004, substituída pela Instrução CVM nº 555, de 2014, visivelmente, trouxe mais transparência ao mercado de fundos de investimento, razão pela qual se detalhará a seguir a referida norma.

4.2.1 Instrução CVM nº 555, de 2014

A Instrução CVM nº 555, de 2014, que entrou em vigor em 1º de julho de 2015¹⁵⁶, dispõe sobre a constituição, administração funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento, substituindo integralmente a Instrução nº 409/2004, que regulava a mesma matéria.

A referida instrução enquadra-se na política da transparência das relações entre investidores e gestores de fundos de investimento, trazendo em seu bojo regras direcionadas a aplicações em ativos no exterior. Por diversos artigos, destacam-se normas referentes à política de transparência na administração e gestão dos fundos de investimento¹⁵⁷.

Tendo em vista que a Instrução nº 555/14 entrou em vigor durante a elaboração da presente dissertação, abordar-se-á seu novo texto por entender que boa parte das alterações introduzidas pela nova normatização visa dar mais transparência ao investidor, por meio de determinações aos administradores, gestores e custodiantes sobre a atuação dos fundos de investimento. Para essa dissertação, faz-se alusão apenas às principais normas atinentes à diminuição da assimetria de informações, para então se adentrar àquelas que se destinam às operações envolvendo investimento em fundos de investimento sediados no exterior.

Antes da publicação da norma, foi facultado aos interessados que formulassem considerações e propusessem alterações no texto base. Assim, no período compreendido entre 28/4/2014 a 10/7/2014, a CVM recebeu 28 manifestações e contribuições para alterações do texto base da instrução¹⁵⁸.

Durante o período de audiência pública realizada para discutir a elaboração da Instrução CVM 555/14, a ANBIMA referiu-se sobre o novo marco regulatório, que muito se adequa a nossa investigação, nos seguintes termos:

¹⁵⁶ Art. 158 da Instrução nº 555, de 2014.

¹⁵⁷ Art. 50, inc. I que determina ao Administrador do fundo a divulgação periódica do valor de cada cota dos fundos abertos e art. 60.

¹⁵⁸ Disponível no [sítio da CVM](http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0414.html) http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2014/sdm0414.html, Acesso em: 25 jun. 2015.

A maior transparência visada pelo Edital contribui para reduzir a assimetria informacional e proporcionar que investidores tomem decisões devidamente informados, de acordo com seus objetivos, capacidade financeira e conhecimento, podendo, assim, diversificar seus portfólios apropriadamente.¹⁵⁹

Para atender ao propósito deste trabalho, será observada, primeiramente, a Seção II do Capítulo IX da Instrução CVM nº 555, de 2014, a qual trata da composição dos fundos de investimento com ativos registrados no exterior. Posteriormente, serão considerados alguns dispositivos que tratam da transparência na relação entre os fundos de investimento e os investidores¹⁶⁰.

O conceito de fundo de investimento vem descrito no art. 3º da Instrução 555/144, como sendo “uma comunhão de recursos, constituída sob a forma de condomínio, destinado à aplicação em ativos financeiros”. Podem ser constituídos sob a forma de condomínio fechado ou aberto, distinguindo-se os dois conforme a possibilidade de resgate de suas cotas, em qualquer tempo, mas de acordo como o regulamento do fundo, no aberto; ou apenas ao final do prazo de duração do fundo, no caso do condomínio fechado¹⁶¹.

4.2.2 A importância do regulamento dos fundos de investimento para os cotistas, como forma de redução da assimetria de informações

O instrumento legal que rege o funcionamento dos fundos de investimento, independentemente de seu tipo, é a Instrução CVM 555/2014, sendo que em seu art. 44 constam as disposições que devem estar contidas nos regulamentos dos fundos.

¹⁵⁹ Manifestação ANBIMA de 10.07.2014, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0414-manifestacaoAnbima_10-07-2014.pdf. Acesso em 10 jun. 2015.

¹⁶⁰ Importante comentar que a Instrução CVM nº 555/14, traz de início definições que são importantes para o público em geral, tais como quem pode ser o (a) administrador do fundo, qual seja: “pessoa jurídica autorizada pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários e responsável pela administração do fundo (Cf. art. 2º, inc. I da Instrução nº 555/14) (b) distribuidor, que é o “intermediário contratado pelo administrador em nome do fundo para realizar a distribuição das cotas (Cf. art. 2º, inc. XX da Instrução nº 555/14) e, o (c) gestor, que é profissional, pessoa física ou jurídica, contratado pelo fundo para “negociar e contratar em nome do fundo de investimento e os intermediários para realizar operações em nome do fundo”, além de “exercer o direito de voto em relação aos ativos detidos pelo fundo” (Cf. art. 78, § 3º, inc. I e II da Instrução nº 555/14)

¹⁶¹ Art. 4º da Instrução nº 555, de 2014.

Assim sendo, pode-se afirmar que o regulamento do fundo, após sua conformação com a Instrução CVM nº 555, de 2014, é o instrumento subsidiário para o investidor que se dispõe a obter informações e lhe auxiliar na escolha e se transforma em uma garantia na prestação do serviço.

Dentre os requisitos descritos no art. 44, pode-se destacar o incisos VI, o qual aponta a política de investimento do fundo a fim de caracterizar a classe do fundo; inciso XVII, que trata da informação sobre os fatores de risco do fundo; e inciso XVIII, que determina que seja informada a forma de comunicação a ser utilizada pelo administrador.¹⁶²

O emprego do regimento dos fundos assemelha-se ao do estatuto nas sociedades anônimas por não possuir margem de discussão de suas cláusulas, a não ser por meio de assembleia geral de cotistas convocada para este fim, ou em casos excepcionais, por necessidade ou para redução da taxa de administração ou taxa de performance.¹⁶³

De qualquer forma, o instrumento denominado regulamento do fundo é do interesse tanto dos fundos como dos cotistas, por reduzir os custos de transação e, também, por servir de instrumento para a redução da assimetria informacional.

4.2.3 Classificação dos fundos de investimento

¹⁶² Vejamos os requisitos do regulamento: I – a qualificação do administrador do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; II – quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; III – qualificação do custodiante, com informação sobre o seu registro perante a CVM; IV – espécie do fundo, se aberto ou fechado; V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado; VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 108; VII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); VIII – taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto nos arts. 86 e seguintes; IX – taxa máxima de custódia, expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo; X – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 132; XI – condições para a aplicação e o resgate de cotas, inclusive quanto ao disposto no art. 16, § 1º; XII – condições para recebimento de aplicações e pedidos de resgates nos feriados estaduais e municipais; XIII – distribuição de resultados compreendendo os prazos e condições de pagamento; XIV – público alvo; XV – intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso; XVI – exercício social do fundo; XVII – identificação dos fatores de risco do fundo; e XVIII – a forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 10.

¹⁶³ Arts. 45/47 da Instrução CVM 555, de 2014.

Os fundos de investimento podem ser apresentados por diversas linhas de aplicação e com objetivos diversos, tais como fundos de investimento em aplicações imobiliárias, fundos de investimento em direitos creditórios, fundos de investimento em empresas emergentes.¹⁶⁴ Essa seção introduz a destinação de cada um desses fundos, a fim de proporcionar uma visão de como a diversificação de investimentos permite ao investidor uma gama de escolhas, que devem ser precedidas de informações suficientes.

A classificação dos fundos de investimento decorre da indicação do principal fator de risco da carteira do fundo, conforme art. 108 da Instrução CVM nº 555, de 2014. Assim, primeiramente, deve-se atentar para o que seja o termo “principal fator de risco da carteira” e se este se refere ao “índice de preços, a taxa de juros, o índice de ações, ou o preço do ativo cuja variação produza, potencialmente, maiores efeitos sobre o valor de mercado da carteira do fundo”, de acordo com art. 104, §5º da Instrução 555/14. Em outras palavras, principal fator de risco da carteira pode ser interpretado como o principal valor mobiliário que compõe a carteira do fundo.

O Capítulo IX da Instrução CVM nº 555, de 2014 trata da composição da carteira dos fundos de investimento, sendo que carteira é o termo utilizado para indicar o conjunto de ativos financeiros e disponibilidades do fundo, que compõem o fundo de investimentos¹⁶⁵.

Os fundos de investimento podem ser divididos em: i) fundos de renda fixa; ii) fundos de ações; iii) fundos cambiários; e iv) fundos multimercado. Os fundos de renda fixa têm como principal fator de risco de sua carteira a variação da taxa de juros, de índice de preços, ou ambos¹⁶⁶. Já os fundos cambiários têm como principal fator de risco carteira a variação de preços de moeda estrangeira ou a variação do cupom cambial¹⁶⁷. Com relação ao fundo multimercado, este é destinado ao investimento em variados fatores de riscos, sem concentração em nenhum dos fatores.¹⁶⁸

¹⁶⁴ CVM, na página <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/fundos/fundos.html>, acesso em 27 jul. 2015.

¹⁶⁵ Art. 2º, IX, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁶⁶ Art. 109 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁶⁷ Art. 115 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁶⁸ Art. 117 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

A composição da carteira dos fundos de investimento composta por ativos do País deve ser formada por ativos financeiros “registrados em sistema de registro, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos junto a instituições devidamente autorizadas pelo BACEN ou pela CVM para desempenhar referidas atividades, nas suas respectivas áreas de competência”.¹⁶⁹ Assim, tem-se que todos os ativos financeiros que compõem a carteira dos fundos de investimento devem ter registro perante instituições autorizadas pelo BACEN e pela CVM, o que conduz à Seção II do Capítulo IX, que trata da possibilidade de investimento no exterior fazer parte da carteira do fundo.

4.2.4 Deveres de informação instituídos pela Instrução CVM nº 555, de 2014

A preocupação com as informações prestadas pelo fundo aos investidores é patente na Instrução CVM nº 555, de 2014, a começar pela leitura do parágrafo único do art. 5º, que determina que a denominação do fundo não pode adotar “termos ou expressões que induzam interpretação indevida quanto aos seus objetivos, sua política de investimento, seu público alvo, ou o eventual tratamento específico a que estejam sujeitos o fundo ou seus cotistas”. Por meio da leitura deste dispositivo, revela-se que a intenção da referida instrução está em não repassar ao investidor a imagem de que a aplicação em fundos de investimento é isenta de riscos.

A própria publicidade do fundo de investimento deve ser feita de forma clara ao investidor, a fim de não causar nenhuma dúvida, como poderia acontecer, por exemplo, na confusão entre fundos de investimento e poupança, ainda que ambas sejam modalidades de investimento, mas com riscos bem diversos.

Nas comunicações aos cotistas, estes devem ser informados periodicamente por meio físico, ou por meio eletrônico, sendo que neste último caso deve constar expressamente no regulamento do fundo.¹⁷⁰ Valer-se da rede mundial de computadores e mensagens eletrônicas indica avanço sobre a comunicação aos cotistas e administradores dos fundos.

¹⁶⁹ Art. 95, § 1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁷⁰ Art. 10 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Com efeito, dada a evolução tecnológica da comunicação e a velocidade das modificações na economia, não é sensato que as publicações que digam respeito a eventos relevantes e tragam alterações nos rendimentos dos fundos sejam submetidos à morosidade de alguns meios de imprensa. Assim, *e-mails* e outras formas de mensagens eletrônicas (SMS do celular, por exemplo) devem ser utilizados em larga escala.

Outra forma de prestar informações é por meio de videoconferências, na qual vários investidores podem estar presentes em uma mesma iniciativa de discutir novos rumos da sociedade empresária.

Na relação entre administrador e distribuidor, a Instrução nº 555/14 determina que o primeiro deve prestar ao segundo todo o material de divulgação exigido por esta norma, respondendo pela exatidão das informações fornecidas, além do dever de “informar qualquer alteração que ocorra nos fundos”¹⁷¹.

O cotista, ao ingressar no fundo, de acordo com o art. 25, inc. II da Instrução CVM 555/14 deve assinar termo de adesão e de ciência de risco. Mais precisamente quanto aos riscos assumidos, o cotista deve ter ciência sobre (i) quais são fatores de risco; (ii) que não há garantia contra eventuais perdas patrimoniais; (iii) que a concessão de registro para venda dos fundos, pela CVM, não implica garantia de veracidade das informações; e (iv) que a estratégia adotada pelo fundo pode resultar perdas superiores ao capital aplicado e o cotista deverá aportar recursos para cobrir os prejuízos.

Novamente, a instrução CVM 555/14, em seu art. 40¹⁷², dispõe sobre a forma que devem ser prestadas as informações e quais são as informações que entendem importantes.

¹⁷¹ Art. 19, § 2º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁷² Art. 40. A divulgação de informações sobre o fundo deve ser abrangente, equitativa e simultânea para todos os cotistas, inclusive, mas não limitadamente, por meio da disponibilização dos seguintes materiais relacionados a cada fundo nos canais eletrônicos e nas páginas na rede mundial de computadores do administrador, do distribuidor, enquanto a distribuição estiver em curso, e da entidade administradora do mercado organizado onde as cotas sejam admitidas à negociação: I – regulamento atualizado; II – lâmina de informações essenciais atualizada, se houver; III – demonstração de desempenho, nos termos do Anexo 56; e IV – formulário de informações complementares. § 1º As informações referidas no caput devem ser: I – verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro; II – escritas em linguagem simples, clara, objetiva e concisa; e III – úteis à avaliação do investimento. § 2º As informações referidas no caput não podem

A forma de prestar as informações do fundo de investimento pode ser a utilização da rede mundial de computador (*Internet*) - o que se deve considerar relevante pela velocidade de troca das informações - e deve estar inserida nas páginas dos administradores e distribuidores.

Quanto ao conteúdo, as informações devem ser as mais “abrangentes, equitativas e simultâneas” para todos os cotistas. Apesar de o termo *abrangente* ser aberto, pois não indica até onde pode se dar as informações, é permitido interpretar-se que o fundo de investimentos deve prestar informações que sejam relevantes para a tomada de decisões dos investidores, dispensáveis outras que não possam influenciar a vontade do investidor. Acredita-se, pois, que o excesso de informações também é uma forma de esconder aquelas que são relevantes.

O § 1º do art. 40 ainda explicita que as informações devem ser verdadeiras, consistentes e que não induzam o investidor a erro e, no mesmo sentido, devem ser expressas em linguagem simples e clara e, que sejam “úteis à avaliação do investimento”.

Percebe-se, novamente, a preocupação da CVM com a redução da assimetria de informações, a fim de que o investidor tome decisões com maior racionalidade sobre seus investimentos. A CVM poderá determinar a cessação das informações e a correção daquelas que tenham sido prestadas, podendo, inclusive, que seja dado destaque à correção nos mesmos veículos de comunicação em que foram repassadas ao investidor, conforme estipula o § 4º do art. 40.

Quanto às informações complementares, descritas no inciso IV, do *caput* do art. 40, estas devem conter regulamento atualizado, lâmina de informações essenciais atualizada, se houver, demonstração de desempenho, nos termos do Anexo 56 e formulário de informações complementares. Além de apresentação detalhada do administrador e do gestor, inclusive informações sobre o departamento técnico e

assegurar ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para o investidor. § 3º Informações factuais devem vir acompanhadas da indicação de suas fontes e ser diferenciadas de interpretações, opiniões, projeções e estimativas. § 4º Caso as informações divulgadas, ou quaisquer materiais de divulgação do fundo apresentem incorreções ou impropriedades que possam induzir o investidor a erros de avaliação, a CVM pode exigir: I – a cessação da divulgação da informação; e II – a veiculação, com igual destaque e pelo mesmo veículo utilizado para divulgar a informação original, de retificações e esclarecimentos, devendo constar, de forma expressa, que a informação está sendo republicada por determinação da CVM.

demais recursos e serviços utilizados pelo gestor para gerir a carteira do fundo, relação dos demais prestadores de serviços do fundo, política de distribuição de cotas e quaisquer outras informações que o administrador entenda relevantes.

Os fundos de investimentos, por sua vez, podem contratar agências de *rating*, quais sejam, agências de classificação de risco de crédito, que através de cálculos específicos podem indicar uma perspectiva de retorno e de risco ao investidor.

O art. 41 da referida norma traz quais são as informações que deverão conter os dados essenciais, tais como periodicidade, local e forma das informações prestadas pelo fundo ou a requerimento do investidor. Traz novamente o dever de o administrador informar sobre os fatores e a política de riscos assumidos pelo fundo, inclusive com a possibilidade de contratação de agências de classificação de risco de crédito.

O regulamento dos fundos de investimento também deve seguir um padrão de informações.¹⁷³

As alterações no regulamento dependem de aprovação em assembleia ou, independentemente de assembleia, se as alterações decorrerem de determinações da CVM¹⁷⁴.

¹⁷³ Confira-se o texto do art. 44 da Instrução CVM 555/2014: “I – a qualificação do administrador do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; II – quando for o caso, referência à qualificação do gestor da carteira do fundo, com informação sobre o seu registro perante a CVM; III – qualificação do custodiante, com informação sobre o seu registro perante a CVM; IV – espécie do fundo, se aberto ou fechado; V – prazo de duração, se determinado ou indeterminado; VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 108; VII – taxa de administração, fixa e expressa em percentual anual do patrimônio líquido (base 252 dias); VIII – taxa de performance, de ingresso e de saída, observado o disposto nos arts. 86 e seguintes; IX – taxa máxima de custódia, expressa em percentual anual do patrimônio líquido do fundo; X – demais despesas do fundo, em conformidade com o disposto no art. 132; XI – condições para a aplicação e o resgate de cotas, inclusive quanto ao disposto no art. 16, § 1º; XII – condições para recebimento de aplicações e pedidos de resgates nos feriados estaduais e municipais; XIII – distribuição de resultados compreendendo os prazos e condições de pagamento; XIV – público alvo; XV – intervalo para a atualização do valor da cota, quando for o caso; XVI – exercício social do fundo; XVII – identificação dos riscos assumidos pelo fundo; e XVIII – identificação dos fatores de risco do fundo; e XVIII – a forma de comunicação que será utilizada pelo administrador, em conformidade com o disposto no art. 10”

¹⁷⁴ Art. 45 e Art. 47 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

Há uma perceptível preocupação com a clareza das informações prestadas aos investidores ou investidores em potencial, conforme se extrai da leitura do art. 49 da Instrução CVM nº 555, de 2014, que trata do material de divulgação.

A periodicidade das informações é também relevante para a Instrução CVM nº 555, de 2014, que deve ser diária em caso de fundos abertos ou, na falta de liquidez diária dos fundos, a periodicidade deve ser compatível com a liquidez do fundo.¹⁷⁵ A demonstração do desempenho dos fundos deve ser divulgada com destaque na página do fundo, com periodicidade de “ (a) aos 12 (doze) meses findos em 31 de dezembro, até o último dia útil de fevereiro de cada ano; e (b) aos 12 (doze) meses findos em 30 de junho, até o último dia útil de agosto de cada ano”¹⁷⁶.

Por último, cumpre destacar a posição do art. 60 da Instrução CVM 555/14, que dispõe sobre os atos e fatos relevantes. O referido artigo impõe o dever ao administrador de divulgação imediata sobre atos ou fatos relevantes, entendidos estes como sendo “qualquer ato ou fato que possa influir de modo ponderável no valor das cotas ou na decisão dos investidores de adquirir, alienar ou manter tais cotas”.

Ainda que o referido artigo tente identificar o que seria um ato ou fato relevante, a noção é imprecisa, haja vista que o critério de relevância pode não ser o mesmo adotado por administradores e cotistas. Acrescente-se que nem sempre há um movimento previsível no mercado de capitais quando ocorre algum fato relevante. Por esse motivo, os administradores acabam por enviar informações demais e que podem esconder alguma informação de grande importância.

A não observância do dever de informar sobre atos e fatos relevante é considerada uma infração grave¹⁷⁷ e o infrator pode ser responsabilizado caso fique configurada a transgressão. A referida instrução ao tratar da responsabilidade por atos graves não fez alusão a qualquer penalidade administrativa além da possibilidade de responsabilização cível, porque aquela está disposta no art. 11 da Lei nº 6.385, de 1976.

¹⁷⁵ Art. 56 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁷⁶ Art. 56 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

¹⁷⁷ Art. 141, inciso VI, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

4.2.5 Sobre os investimentos do fundo em ativos no exterior conforme Instrução CVM 555, de 2014

A presente dissertação foi motivada pelo julgamento de alguns litígios envolvendo investidores brasileiros que, após aconselhamento de instituições financeiras, aplicaram recursos em fundos de investimento sediados no exterior e com ativos no exterior.

Cabe aqui fazer uma ressalva neste trabalho no sentido de que os julgados são referentes a aplicações diretas de investidores nacionais em fundos de investimento sediados no exterior e não de fundos de investimento com ativos no exterior, embora o conceito de ativos também se dirija a investimento em cotas de outros fundos de investimento. (art. 2º, inciso V, alínea “d” e art. 99 da Instrução CVM nº 555, de 2014).

Todavia, o presente estudo alude a uma parte da legislação que tenta reduzir o déficit informacional em aplicações em fundos de investimento, que podem trazer em sua carteira investimentos no exterior, ou apontar caminhos para que investidores, administradores de fundos, instituições financeiras especializadas (*asset management*) e corretores de ações obtenham mais informações sobre determinados fundos de investimento no exterior.

Ademais, ainda que em ambos os julgados a causa central do prejuízo ocasionado aos investidores seja a ausência de informações relevantes sobre o fundo de investimento sediado no exterior, o desfecho dos litígios não foi o mesmo, pelo que se deve levar em consideração nas decisões o incentivo à redução do déficit informacional.

A esse respeito, a Instrução CVM nº 555, de 2014 trouxe novas disposições sobre investimentos no exterior, conforme Seção II, do Capítulo IX. Os arts. 98 e 99 da referida Instrução têm a clara intenção de reduzir a assimetria informacional entre investidores e fundos de investimento que busquem ativos financeiros no exterior. A principal determinação é a de fazer com que o gestor do fundo no Brasil diligencie para buscar informações seguras sobre a existência e o funcionamento do ativo financeiro ou do fundo sediado no exterior.

A primeira limitação ao investimento no exterior trazida pela Instrução CVM nº 555, de 2014, no seu art. 98, está na imposição de que tal possibilidade de aplicação conste expressamente no regulamento do fundo. Dessa forma, os investidores nacionais não serão surpreendidos com aplicações no exterior sem suas autorizações, bem como os investidores nacionais estarão cientes dessa possibilidade.

A Instrução CVM 555/14 aduz que o gestor é responsável pela escolha dos ativos no exterior, que estejam de acordo com a política de investimentos e de riscos do fundo e compatíveis com as melhores práticas do mercado¹⁷⁸.

Com relação aos ativos financeiros no exterior, o gestor ou administrador do fundo antes de investir deve verificar se estes cumprem, ao menos, um dos seguintes requisitos para poderem compor a carteira dos fundos de investimento:

I – ser registrados em sistema de registro, objeto de escrituração de ativos, objeto de custódia ou objeto de depósito central, em todos os casos, por instituições devidamente autorizados em seus países de origem e supervisionados por autoridade local reconhecida; ou

II – ter sua existência diligentemente verificada pelo administrador ou pelo custodiante do fundo, conforme definido em regulamento, e desde que tais ativos sejam escriturados ou custodiados, em ambos os casos, por entidade devidamente autorizada para o exercício da atividade por autoridade de países signatários do Tratado de Assunção ou em outras jurisdições, desde que, neste último caso, seja supervisionada por autoridade local reconhecida.

Como se verá adiante, acórdão analisado que condenou a instituição financeira ao pagamento de indenização observou não ter havido dever de diligência (*due diligence*) para verificar a existência do fundo de investimento mantido pelo administrador Madoff. Nesse mesmo sentido, vemos a expressão “diligentemente verificada” no inciso II do §2º do art. 98 da Instrução CVM nº 555, de 2014.

O art. 99 da citada Instrução é mais específico para a aplicação do fundo de investimento em outro fundo de investimento sediados no exterior. Tal artigo possui importância direta com o objeto desta dissertação.

Em primeiro lugar, incumbe ao administrador ou custodiante do fundo no Brasil verificar se o fundo ou veículo de investimento no exterior possui estrutura, processos

¹⁷⁸ Art. 98, § 1º, da Instrução CVM nº 555, de 2014.

e controle internos para desempenhar suas atividades com regular escrituração, lealdade e boa-fé no interesse dos investidores, guardando e movimentando os ativos que compõem sua carteira e diligenciando sobre a existência dos ativos (art. 99, inciso I, alíneas “a”, “b”, “c” e “d”).

Posteriormente, mas ainda impondo deveres ao gestor do fundo no Brasil, dispõe o inciso II do art. 99 da Instrução CVM nº 555, de 2014, que este deve se assegurar que o fundo de investimento sediado no exterior seja supervisionado pela autoridade local reconhecida.

O art. 2º da Instrução CVM nº 555, de 2014 define como autoridade local reconhecida como sendo, *verbis*: “VII – (...) autoridade estrangeira com a qual a CVM tenha celebrado acordo de cooperação mútua que permita o intercâmbio de informações sobre operações cursadas nos mercados por ela supervisionados, ou que seja signatária do memorando multilateral de entendimentos da Organização Internacional das Comissões de Valores – OICV/IOSCO”.¹⁷⁹

Assim, de acordo com o art. 99, inciso II, da Instrução CVM nº 555, de 2014, o fundo de investimento sediado no exterior deve ser supervisionado por entidade que seja membro da IOSCO, o que confere mais segurança para o investidor nacional ao ingressar em fundos de investimento que apliquem em ativos no exterior. Acrescente-se a que o fundo de investimento no exterior também deve ter demonstrações financeiras auditadas por auditoria independente e possuir política de risco semelhante ao do fundo constituído no Brasil, conforme alíneas “e” e “f” do inc. II do mesmo artigo.

Verifica-se, pois, que a entrada em vigor da Instrução CVM nº 555, de 2014 representa um marco quanto a aplicações em fundos de investimento no exterior, cujo objetivo central é o de determinar aos gestores que efetuem diligentemente a pesquisa

¹⁷⁹ A IOSCO (International Organization of Securities Commissions) é uma entidade internacional que congrega as entidades reguladoras do mercado de capitais ao redor do mundo e que conta com 200 membros, entre Comissões de Valores, entidades públicas ou privadas que tratem de regulação do mercado de capitais e, ainda, organizações de autorregulação do setor. O objetivo da IOSCO é definir modelos de regulamentação, fiscalização e geração de incentivos no mercado de capitais e entre seus associados, com o intuito de corrigir deficiências do mercado. (Fonte: http://www.iosco.org/about/?subsection=about_iosco).

sobre a regularidade do ativo financeiro ou do fundo de investimento sediado no exterior.

Ao serem tomadas medidas simples de segurança na checagem da existência de um determinado ativo financeiro, auxiliado por órgãos de fiscalização e cada país onde os créditos se encontram custodiados, ocorrerá a diminuição da assimetria de informações, o que resultará na diminuição dos riscos em relação ao destino da aplicação.

A efetividade das medidas adotadas pela Instrução CVM nº 555, de 2014 não foi objeto da presente dissertação, mas é perceptível que visa alcançar objetivos como induzir maior confiabilidade e regularidade aos investidores de fundos de investimento, com ênfase na distribuição de informações relevantes, tanto por parte do investidor, como por parte da administração dos fundos.

Ainda que se verifique a intenção da CVM na redução da assimetria informacional, esta não será eliminada por completo pois, como descrito anteriormente, a diferença no grau das informações faz parte do mercado, uma vez que nem todas as partes detêm conhecimentos técnicos específicos sobre todos os produtos.

O que se leva em consideração no momento da escolha dos produtos são alguns elementos considerados relevantes para as partes, tal como a rentabilidade de determinados fundos. Tal elemento representa a possibilidade de lucro, mas também a possibilidade de perdas, sendo que a opção dos contratantes deve guardar essa perspectiva de forma racional.

O que se verificou na Instrução CVM nº 555, de 2014 foi a redução da diferença de informações, uma vez que determinados informes devem ser transmitidas aos investidores, e a adoção de medidas que imponham o dever dos administradores de buscarem mais dados sobre o produto.

Todavia, ainda restará outra alternativa ao investidor em caso de lesão: a via judicial para demanda indenizatória, como se verá no próximo capítulo.

5 CORREÇÃO DAS FALHAS POR REGRAS DE RESPONSABILIDADE (EX-POST) O CASO MADOFF

O objetivo do presente capítulo é demonstrar como a responsabilidade civil pode ser empregada para correções de lesões praticadas no âmbito do mercado de capitais e como pode impor condutas tendentes à diminuição da assimetria informacional.

Para tanto, serão utilizados alguns julgados que trataram de indenizações de atos lesivos decorrentes da atuação de Bernard Madoff no mercado internacional de fundos de investimento.

5.1 – Entendendo o caso Madoff

Em 2007 teve início uma das piores crises financeiras mundiais decorrente de uma falha de mercado ocorrida nas Bolsas de Valores norte-americanas, em um evento que ficou conhecido como “crise do *subprimes*”.

Esta crise decorreu, entre outros fatores, de uma falha na prestação de informações aos investidores em bolsas de valores sobre operações em instituições financeiras, o que levou vários investidores nos Estados Unidos a perderem suas poupanças e mergulhar a maior potência econômica mundial em uma recessão.

Empréstimos *Subprimes* eram os concedidos sem nenhuma garantia aos que quisessem adquirir imóveis nos Estados Unidos. Como explica Belluzzo, a euforia pelo crescimento elevado da economia e otimismo com relação à longa duração da expansão, além da desregulamentação financeira “incitou os ‘espíritos animais’ que, diga-se, foram mais afoitos no afã de enriquecimento do que em ciclos pretéritos”¹⁸⁰

Ocorre que bancos concediam os empréstimos, que embora estivessem amparados por uma suposta garantia em imóveis financiados, não resguardavam

¹⁸⁰ BELLUZZO, L. G. et al. Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho. Brasília: ANFIP, 2009, p. 20.

nenhuma segurança de solvência das dívidas, pois, afinal, os imóveis hipotecados sequer mantinham relação de preço com o correspondente ao valor emprestado.¹⁸¹

A quantidade de empréstimos oferecidos para a aquisição de imóveis era de tal proporção que os seus valores foram inflados pela grande procura, que gerou uma profusão na construção dos imóveis, que voltou a alimentar a expectativa por novos empréstimos. Esse ciclo virtuoso de empréstimos a juros baixos, demanda por moradias, construção de novos imóveis, com seu consequente encarecimento gerou uma bolha imobiliária sem precedentes. O preço atribuído aos imóveis era irreal, o que só foi demonstrado, posteriormente, quando eles foram devolvidos para os bancos.

Nessa ciranda financeira, a desregulamentação do setor financeiro, que tinha na Glass-Steagal Act, um referencial legal criado pós crise de 1929, para evitar que bancos de depósitos aplicassem em investimentos no mercado de capitais, foi sendo constantemente liberada dessas amarras. Além disso, estes mesmos bancos de depósito se utilizavam de poupanças e de suas próprias reservas financeiras, além de tomarem mais dinheiro emprestado no mercado, a fim de alavancarem ainda mais os empréstimos, para novamente os oferecer ao mercado, o que deixou os bancos com baixa liquidez.

No momento em que os mutuários deixaram de pagar as hipotecas e os bancos não tiveram como arcar com os empréstimos, a consequência foi o encerramento (falência) de alguns bancos e uma terrível crise financeira foi instaurada.

Evidenciou-se que a falta de garantias para a tomada de empréstimos redundaria em uma avalanche de contratos inadimplidos e a falta do retorno que era esperado pelos bancos e seus investidores. Como consequência, várias instituições financeiras, até então sólidas e de grande prestígio, Lehman Bros e Meryl Linch, por exemplo, foram à falência ou acabaram por serem incorporadas por outros bancos.

¹⁸¹ BELLUZZO, L. G. *et al. Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília: ANFIP, 2009, p. 20. “A engrenagem que combinava crescimento elevado e juros muito baixos instigou a multiplicação de inovações financeiras perigosas, entre elas, a superalavancagem das posições e a disseminação de derivativos de crédito. Bancos comerciais, de investimento, administradores dos fundos de pensão, fundos mútuos, private equity funds, para não falar dos sofisticados fundos de hedge, todas consolidaram a convicção de que estavam blindados contra riscos de mercado, de liquidez e de pagamentos”.

Como resultado, houve uma deficiência de liquidez em todos os mercados mundiais, e a retração da economia no Estados Unidos e em muitos outros países.

Em decorrência da falta de liquidez no mercado, alguns investidores correram atrás de suas poupanças ou reservas em ações ou fundos de investimento, a fim de serem supridas suas necessidades, saldadas algumas dívidas ou mesmo pela incerteza no mercado de capitais.

Essa corrida ao mercado financeiro revelou outro escândalo: o do esquema de pirâmide dos fundos administrados pelo ex-diretor da Bolsa Eletrônica de New York, NASDAQ, Bernad Madoff.

A quantidade de pessoas atingidas pela fraude financeira de Madoff não ficou restrita aos Estados Unidos, espalhando-se pelo velho continente e, inclusive, prejudicando alguns investidores brasileiros.

No Brasil, alguns investidores lesados pelo esquema fraudulento de Madoff tentaram buscar indenizações em face dos agentes financeiros, gestores e corretoras de ações, que teriam “incentivado” o investimento nos fundos Madoff. A maioria dessas pessoas que ingressaram com pedidos indenizatórios à Justiça, não obtiveram êxito, como se verá adiante, sob a justificativa de que não haveria o dever de indenizar, uma vez que se tratava de infortúnio ligado à atividade empresarial.

Ao ser preso, Bernard Madoff confessou a fraude aduzindo que “Não há explicações inocentes. Eu paguei investidores com dinheiro que não existia e esperava ir para a cadeia”¹⁸².

¹⁸² A proposta apresentada por Madoff aos seus investidores consistia em aplicações financeiras em fundos hedge, que se mostravam atrativos uma vez que apresentavam boa rentabilidade e baixo risco. Um dos fatores mais interessantes para que o esquema tivesse longa vida, foi o de não promover grandes lucros para seus investidores, o que lhe dava uma aparência de normalidade no mercado. Assim, restou evidenciado que o esquema elaborado por Madoff consistia em não divulgar as principais informações a respeito dos fundos por ele geridos, isto é, não havia divulgação de onde o dinheiro era aplicado e, por outro lado, a falta de uma efetiva investigação, a par de severas evidências de que se tratava de um esquema Ponzi. Pois é justamente nesta falta de informações entre administradores de fundos de investimento e investidores que consiste a falha de mercado denominada de “assimetria de informações”. Até que ponto esse caso abalou o grau de investimento e de confiança dos investidores em fundos de investimento, podemos afirmar que muito pouco em nosso país. À época do descobrimento do esquema fraudulento de Madoff, o presidente da SEC, Christofer Cox, admitiu a falha da comissão em analisar as atividades, bem como informou que teria recebido alertas sobre as práticas de Madoff desde 1999. Por outro lado, a SEC instaurou investigação interna para estabelecer por quais motivos não teria investigado sinais de que o grupo de investimentos Madoff consistia em uma fraude. A conclusão do relatório indicava que as

Importa ressaltar que este esquema não foi descoberto, ou sequer investigado pela SEC – *Securities and Exchange Commission*, órgão fiscalizador norte-americano que tem como missão, justamente, verificar a lisura dos contratos realizados pelas bolsas de valores norte-americanas, protegendo investidores, mantendo a confiança, ordem, e os mercados eficientes, bem como facilitar a formação de capital.

Segundo a ANBIMA – Associação Brasileira das Entidades do Mercado Financeiro e de Capital, o desempenho da indústria dos fundos de investimento no centro da crise de 2007/2008, teve uma retração de -2,9% em 2008, mas que foi logo superada em 2009, ao atingir uma rentabilidade de 24,6%.¹⁸³

É perceptível que o índice de confiança dos investidores em no País, no tocante à aplicação em fundos de investimento, não foi pesadamente influenciada pela fraude perpetrada por Madoff, mas sim pelo contexto geral da crise econômica de 2008/2009, sendo que houve uma rápida recuperação do mercado.

A manutenção do índice de confiança dos investidores nos fundos de investimento no Brasil é explicável em parte pelo fato de que poucos investidores foram afetados pela descoberta da fraude nos fundos de Madoff.

Assim, não houve contaminação entre os investidores a respeito da confiabilidade da aplicação em fundos de investimentos, até porque a rentabilidade do fundo mostrou-se interessante.

5.2 – Responsabilidade civil e o mercado de capitais

Discorrer sobre a responsabilidade civil junto ao mercado de capitais representa um grande desafio em razão de se tratar de um tema complexo no qual as partes em um determinado contrato de investimento agem de forma a atingir objetivos que podem não ser alcançados, isto é, assumem os riscos do empreendimento. O que se buscará demonstrar nesse capítulo é como decisões judiciais podem servir para,

notificações ocorreram bem antes, em 1992 e que permitiriam descobrir a fraude muito antes de Madoff ter confessado.

¹⁸³ Manifestação da ANBIMA de 10/07/2014, disponível em http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2014/sdm0414-manifestacaoAnbima_10-07-2014.pdf. Acesso em 1 jul. 2014.

em momento posterior (*ex-post*) ao não cumprimento das obrigações relativas às assimetrias de mercado, trazer eficiência ao mercado.

A responsabilidade civil tem como objetivo a reparação de um dano, também pode servir de indutor de condutas às partes envolvidas em um contrato para que adotem níveis de precaução, a fim de não incorrerem em punições.

Dessa forma, decisões judiciais podem se tornar economicamente eficientes na medida em que indicarem certas linhas de conduta, que passarão a ser observadas pelas partes

Com relação à responsabilidade civil e à jurisprudência, e em uma perspectiva de efetivação de um contrato, o estudo conjunto destes temas pode indicar qual o entendimento doutrinário e de uma corte sobre determinadas demandas, induzindo as partes contratantes que a se esforcem para evitar eventuais lesões ou assumam o risco de incorrer em cláusulas penais previamente pactuadas ou a se submeterem à uma sentença que lhes possa ser adversa.¹⁸⁴

Abordou-se por diversas vezes nessa dissertação o tema do risco do empreendimento e o fato de estar presente na atividade empresarial em maior ou menor grau, mas que não deve ser negligenciado por administradores ou investidores. Os administradores não devem se furtar de informar o investidor dos riscos e, ao investidor, cabe se cercar de mais informações sobre a aplicação.

Poder-se-ia supor que as partes envolvidas em transações no mercado de capitais assumiram riscos do empreendimento e, de antemão, inexistiria o dever de indenizar.¹⁸⁵ Afinal, lucros e perdas caminham juntos na atividade empresarial, bem como no mercado de capitais, sem que se possa eliminar totalmente suas ocorrências.

¹⁸⁴ PORTO, Antônio José Maristrello. *Análise Econômica da Responsabilidade civil* in *Direito e Economia no Brasil* / Luciano Benetti Timm, organizador. 2. ed. – São Paulo : Atlas, 2014, p. 181. “Comparada ao discurso jurídico tradicional, a análise econômica constitui uma abordagem consideravelmente mais simples e objetiva para o tema. Do ponto de vista da análise econômica, determinada regra de responsabilização é desejável se fornece incentivos adequados para que os agentes adotem níveis ótimos de precaução no exercício de suas atividades. Desta forma, a análise econômica se propõe a responder questões como: “de que forma podemos definir o nível ótimo de precaução para uma determinada atividade? ”; ou “que regras oferecem os incentivos adequados para que os agentes adotem níveis ótimos de precaução?”

¹⁸⁵ O art. 1008 do Código Civil afirma que é nula a convenção contratual que exclua o sócio dos lucros e dos prejuízos da atividade. Embora esse artigo esteja inserido da parte que trata da Sociedade Simples, que não é empresarial, tal dispositivo é aplicável subsidiariamente a toda atividade

Todavia, quando se trata da responsabilidade civil decorrente de atividades de risco, trouxe o Código Civil, na cláusula inserta no art. 927, parágrafo único, o seguinte, *verbis*:

Haverá obrigação de reparar o dano, independentemente de culpa, nos casos especificados em lei, ou quando a atividade normalmente desenvolvida pelo autor do dano implicar, por sua natureza, risco para os direitos de outrem.

Pode-se indagar aqui sobre a possibilidade de utilização da regra contida no parágrafo único do art. 927 do CC, ao mercado de capitais, pelo fato de se tratar de uma atividade de risco.

Contudo, deve-se asseverar que o referido dispositivo cuida da responsabilidade extracontratual, o que não se coaduna com a responsabilidade do mercado de capitais que é contratual, uma vez que o investidor se torna um credor da atividade empresarial, e de forma consciente e espontânea, inclusive sabedor dos riscos do investimento.

Como advertem alguns doutrinadores, o caminho da responsabilidade sem culpa, ou de sua presunção, tem sido uma marca de nosso século.¹⁸⁶

Não se trata de um tema propriamente novo, mas decorrente dos avanços da humanidade, principalmente tecnológicos e da aplicação da responsabilidade civil nos casos em que se torna difícil ou ineficiente a demonstração da culpa¹⁸⁷.

empresarial. De igual forma, o art. 1º c/c art. 106 da Lei 6404/76 determina que a responsabilidade do acionista ficará limitada ao valor das ações, sendo um dever do acionista o de integralizar as ações subscritas. Já o art. 109, inc. I da mesma Lei determina que é um direito essencial dos acionistas a participação nos lucros.

¹⁸⁶ SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos*. São Paulo : Atlas, 2011, p. 49 “A trajetória registrada até aqui revela, em essência, a significativa atenuação do papel da culpa como filtro, demasiado restritivo, da responsabilização. O avanço da responsabilidade objetiva, a proliferação das presunções de culpa, a objetivação da própria noção de culpa a consagração de outros critérios de imputação no âmbito da responsabilidade subjetiva; todos esses procedimentos e outros tantos têm em comum o fato de resultarem, e de serem mesmo dirigidos a uma redução ou eliminação do peso da culpa na dinâmica das ações de ressarcimento [...] o que reduz consideravelmente, seu poder (da culpa) prático de filtragem dos pedidos de indenização.

¹⁸⁷ Somente a título de exemplificação, suponha-se da responsabilidade civil por atos terroristas em nosso país, fato este que não se tem conhecimento de qualquer caso judicial no país. Quem será responsabilizado e em qual valor estarão entre temas a serem enfrentados. Porém, grandes eventos de caráter global podem colocar o Brasil entre os países passíveis de ataques terroristas o que se espera não se concretize.

Todavia, renova-se a ideia que a responsabilidade estatuída no par. único do art. 927 não deve ser aplicada à responsabilidade contratual presente nas relações do mercado de capitais.

Nesse ponto é de se tentar demonstrar qual o alcance das sentenças a fim de elevar o grau de precaução dos litigantes para que novos danos não ocorram em situações semelhantes, gerando incentivos para as partes ou promovendo melhor distribuição dos danos.

No caso dos danos ocasionados por Madoff, podem ser identificados dois momentos em que se sobressai o tema da assimetria de informações, e são eles: (i) inicialmente temos o fato de que Madoff passou informações falsas ao mercado e todos os investidores, inclusive bancos, acreditaram nessa fraude e, (ii) posteriormente, agentes financeiros atraíram mais investidores para Madoff, apenas repassando as mesmas informações equivocadas que detinham.

Ao se determinar em qual momento ocorreu primeiramente a assimetria de informações, percebe-se que esta ocorreu entre Madoff e os investidores e gestores de investimentos.

Porém, é certo que os gestores de investimento que aconselharam seus clientes a investirem nos fundos de Madoff, não tomaram um nível de precaução aconselhável ao seu trabalho, pois não houve alguma investigação sobre a carteira que compunha os fundos, o que é imperioso até para se determinar qual é o grau de risco do fundo.

5.2.1 Demanda indenizatória julgada procedente no Caso Madoff

Do ponto de vista do acórdão que julgou procedente a demanda ressarcitória, o dano decorreu da falta de cuidados do réu instituição financeira em verificar a idoneidade do fundo de investimento que indicou ao seu investidor.

Trata-se de uma decisão emblemática por ser a primeira nesse sentido no Brasil.

Confira-se a ementa:

AÇÃO INDENIZATÓRIA. INVESTIMENTO NO “FAIRFIEL SENTRY FUND” ADMINISTRADO POR BERNARD MADOFF. FUNDO FRAUDULENTO. O risco faz parte do resultado das aplicações financeiras. Entretanto, a fraude, adrede arquitetada, como “in casu”, sem a prévia e indispensável “due diligence”, não constitui risco do aplicador e sim clara e objetiva desídia e negligência de quem deve orientar, encaminhar e providenciar a aplicação financeira. A responsabilidade do apelado, um dos maiores grupos financeiros do País, é evidente. Incidência dos requisitos previstos nos artigos 186, 927 e 932, III, todos do Código [sic] de Civil. R. sentença reformada. Reparação pelos prejuízos acolhida. Recurso de apelação provido. (TJSP, Acórdão nº 0162181-56.2011.8.26.100, Rel. Des. Roberto Mac Craken, julgado em 7 de agosto de 2014)

Assevera o acórdão que a ausência de precaução que não foi adotada pelo banco é determinante para a ocorrência do dano e se circunscreveu à ausência de busca sobre informações relevantes a respeito do fundo de investimento onde seriam alocados os recursos do investidor.

Extrai-se da fundamentação do referido acórdão que:

O gestor não está obrigado a garantir o resultado de uma determinada aplicação, pois esta, menor ou maior, sempre envolve o denominado risco. Entretanto, torna-se, indiscutivelmente responsável quando permite e recomenda a aplicação em fundo fraudulento, sobre o qual deveria, no mínimo, verificar a seriedade. Tal providência, ao menos pelo que dos autos consta, não foi realizada. (TJSP, Acórdão nº 0162181-56.2011.8.26.100, Rel. Des. Roberto Mac Craken, julgado em 7 de agosto de 2014)

Percebe-se, pois, que a assimetria de informações ocorrida entre o fundo de investimento e o banco que gerenciava a conta da investidora foi fundamental para a ocorrência do dano, ainda que o fundo trate em verdade de uma fraude, uma vez que o banco-réu não investigou, ao menos, quais as ações que compunham a carteira de investimentos do fundo.

Nesse contexto, o objetivo passa a ser a identificação do nível de precaução¹⁸⁸ adequado para que o gestor de investimentos, *broker*, não fosse responsabilizado em

¹⁸⁸ PORTO, Antônio José Maristrello. Análise Econômica da Responsabilidade Civil in *Direito e Economia no Brasil*, org. Luciano Benetti Timm. Ed. Atlas – São Paulo, 2014, p. 181. “Num primeiro momento, pode parecer que quaisquer medidas de precaução que reduzam as chances de ocorrência de um acidente devam ser adotadas. No entanto, em determinadas circunstâncias, adotar mais precauções podem não ser eficiente. Medidas de prevenção excessivamente custosas que não reduzam significativamente as chances de ocorrência de danos tendem a ser ineficientes. Da mesma

suas atividades, que no caso é o de indicar investimentos aos seus clientes. A questão torna-se tormentosa pelo fato de que o investimento no mercado de capitais é uma atividade de risco e que demanda decisões rápidas dos aplicadores dadas as oscilações constantes nos investimentos.

Por outro lado, um grau de zelo elevado por parte dos agentes financeiros poderia, em certo ponto, ocasionar perdas aos clientes em função de demoras na tomada de decisões.

Um fato incontroverso é que a conduta fraudulenta de Madoff – ou do que se pressupunha ser um fundo de investimentos por si só gera o dever de indenizar pelo agente causador do dano e bem por essa razão existem grupos de advogados nos Estados Unidos que tentam resgatar algumas aplicações¹⁸⁹.

Ocorre que a conduta da instituição financeira que não se cercou de precauções em ao menos investigar a existência do fundo foi suficiente para ocasionar danos à investidora, uma vez que rompido o grau de confiança no qual se atribui ao gestor de aplicações.

Para o referido acórdão, portanto, um nível mínimo de precaução que deveria ter seguido o gestor de investimentos ou administrador de fundos de investimentos antes de efetuar a aplicação seria o de diligenciar acerca da existência do fundo, até porque a tarefa de investigar o destino das aplicações é o fundamento para a contratação de uma pessoa especializada neste tipo de serviço.

A este respeito, confira-se outra passagem do acórdão:

[...] não se trata de risco inerente a uma aplicação e sim da prática de fraude, que deveria ser detectada, obrigatoriamente, até pela remuneração e destacada especialidade em razão da prestação de serviços de gestão e administração do Bando apelado. O gestor não está obrigado a garantir o resultado de uma determinada aplicação, pois esta, menor ou maior, sempre envolve o denominado risco. Entretanto, torna-se, indiscutivelmente responsável quando permite e recomenda a aplicação em fundo fraudulento, sobre o qual deveria, no mínimo, verificar a seriedade. [...] Não é razoável, nem proporcional que um grupo econômico do porte do apelado não tenha realizado no mencionado fundo, pelos investimentos ali aplicados, a denominada

forma que deixar de adotar medidas razoáveis de precaução pode levar a resultados indesejáveis, a adoção de medidas excessivamente onerosas e injustificadas gera perdas sociais”.

¹⁸⁹ A respeito, confira-se o site <http://www.madoffvictimfund.com> .

“due diligence”, que nada mais é do que um processo de revisão de informações de uma organização, com o objetivo de validar e/ou confirmar oportunidades e riscos para o processo de negociação que se inicia de fato.

Destaca-se do referido acórdão que a condenação foi fundamentada na responsabilidade subjetiva pela culpa do agente financeiro por meio da atitude negligente em não investigar o destino da aplicação, se existente ou não.

Nesse mesmo sentido, houve uma sentença condenatória no processo nº 0212824-18.2011.8.26.0100, que tramitou perante a 10ª Vara Cível de São Paulo, Capital, cujo réu era o Banco Safra S/A, na qual a magistrada entendeu ser negligente a conduta do banco a indicar um investimento do qual não tinha informações suficientes.

Ora, após a prisão do fraudador, veio à tona aos leigos que referida pessoa, prometendo ganhos em patamar acima do mercado, na verdade desempenhou atividade de pirâmide financeira, sem lastro de ativos financeiros. Como bem pontuaram os autores na inicial, uma instituição financeira séria não deveria ter oferecido ao consumidor os fundos gerenciados por Madoff, já que a ausência de dados acerca do lastro de investimento induziria claramente à fumaça de fraude. Mas, mesmo sem nada saber acerca do fundo, que na verdade, se tratava de pirâmide financeira, a ré ofereceu o investimento aos autores e, pasme-se, qualificou-o como conservador, de acordo com o e-mail colacionado na inicial. Entretanto, pouco depois a fraude foi descoberta e os autores tiveram prejuízos em valor incontroverso. A falha na prestação do serviço é evidente, já que, independentemente do conhecimento dos autores em operações financeiras certo é que especificamente em relação à operação fraudulenta, o réu tinha meios de verificar o risco e, assim, deixar de oferecer o investimento a seus clientes, já que mais cedo ou mais tarde, o prejuízo seria evidente. Desta forma, cabe à ré indenizar os autores pelos prejuízos por estes sofridos, com a perda de seus ativos financeiros, aplicados em investimento fraudulento através da requerida.

Acrescente-se o fato de que em ambos julgados a condenação foi para a devolução do montante integral do valor investido, sem que houvesse qualquer dedução em decorrência de alguma conduta das vítimas. Nestes julgados se constata que a falha decorreu da ausência de informações, ou informações assimétricas, já que os investidores não têm tantos dados quanto um agente profissional de investimentos.

Assim, repassar informações do que de fato não conhece representa uma falha no mercado de capitais, ainda que investidores saibam ou devam saber sobre os riscos do investimento – escolhas racionais.

Voltando aos termos do “mercado de limões”, a confiança no vendedor de limões, que no caso em apreço nos julgados é a instituição financeira intermediária, também fica abalada pelo fato desta não saber sobre o produto que está vendendo. Tal fato traz prejuízos ao mercado de capitais, pois acarreta na maior desconfiança da instituição financeira que sugeriu investimentos sem saber de sua veracidade.

Antes de passar-se ao próximo tópico, cumpre salientar que esse acórdão foi o único que reconheceu o direito à indenização por defeito na prestação do serviço, razão pela qual se torna emblemático. Todavia, logo após a publicação do referido acórdão, sobrevieram outros dois acórdãos em sentido oposto.

5.2.2 Demandas ressarcitórias julgadas improcedentes no caso Madoff

Outras demandas de cunho ressarcitório se seguiram àquela que condenou as instituições financeiras a pagarem indenização aos seus clientes por investimentos nos fundos fraudulentos da Madoff, porém julgadas improcedentes.

O fundamento central dos acórdãos de nº 0182410-71.2010.8.26.0100 e 141818-48.2011.8.26.0100, do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo foi o de que os autores anuíram a um contrato de risco e dessa forma a álea em perder os investimentos era conhecida e fazia parte do negócio.

Portanto a exclusão da ilicitude decorreu da conduta da vítima que aquiesceu com um contrato de risco.

Veja-se uma parte dos julgados:

[...] Portanto, tendo o investidor aplicado seus recursos financeiros em fundo agressivo, objetivando ganhos elevados, de se concluir que conhecia plenamente os altos riscos envolvidos em tais negócios especulativos, de modo que não há responsabilidade a ser reconhecida, prevalecendo ao caso dos autos a r. sentença, por seus próprios fundamentos. (TJSP Acórdão nº 0182410-71.2010.8.26.0100, Rel. Tasso Duarte de Melo, Órgão julgador: 12ª Câmara de Direito Privado Data do julgamento: 24/09/2014 Data de registro: 25/09/2014)

Já em outro julgado temos a seguinte fundamentação:

[...] A questão objeto dos autos refere-se à existência de dever de indenizar em casos de prejuízos advindos da celebração de contratos de risco. Ora, a celebração de contratos de risco impõe a assunção

pelo contratante do risco (álea) de lucro ou prejuízo. Trata-se de um contrato especulativo, revestido, por sua própria natureza, de imprevisibilidade, variações e, à evidência, riscos. Quem se dispõe a investir, deve estar disposto a ganhar ou perder. Em termos de investimento o investidor deve pensar sobre três aspectos: i) liquidez; ii) segurança; e iii) rentabilidade. Não existe nenhum produto no mercado que possua os três atributos simultaneamente, caminhando, eles, em pares [...] Embora a apresentação do fundo de investimentos tenha sido realizada pelo réu, este não se obrigou contratualmente com o (a) (s) autor (a) (es), nem tampouco impôs a contratação. Não há, na hipótese, o chamado *dolus malus*. Mais que isso, sequer há indícios de conduta omissiva ou negligente da Instituição Financeira. O (A) (s) autor (a) (es) assumiu (ram) o risco de investir em um fundo marcado pelo alto risco, não havendo indenização a ser buscada diante do próprio risco do negócio. [...] Os documentos dos autos apontam o investimento noticiado na inicial [...]. Porém, em momento algum há menção a garantias – ao contrário, é senso comum o risco, a falta de garantia, a sorte dos que enriquecem e o azar dos que empobrecem. Desejassem segurança, deveria ter investido na poupança ou em imóveis. (TJSP, Acórdão nº 141818-48.2011.8.26.0100, Rel. Simeão Vergueiro, Órgão julgador: 16ª Câmara de Direito Privado, Data do julgamento: 30/06/2015, Data de registro: 06/07/2015)

O fato marcante nas decisões desta seção é que o pano de fundo não estava na conduta dos dois bancos, mas na assunção espontânea de riscos pelo investidor e na ausência de informações sobre um fundo de investimentos sugerido aos investidores, que, todavia, não existia. É relativamente possível entender que na assimetria informacional, como o próprio nome sugere, as partes contratantes detenham informações diferenciadas sobre o mesmo produto, fato esse constatado nos julgados, mas os julgados sugerem que os investidores também deveriam buscar informações sobre os investimentos.

No caso dos investimentos nos fundos de Madoff, o produto sequer existiu alguma vez. O que de fato houve é que Madoff conseguiu burlar mecanismos regulatórios e de controle, utilizando-se fraudulentamente da confiança que as pessoas lhe depositavam. E isso se propagou por instituições financeiras e agentes de controle que, embora possuíssem elevado grau de especialização nesse tipo de investimentos, não souberam identificar a fraude e evitar os prejuízos de terceiros.

5.3 A indefinição do Poder Judiciário a respeito das indenizações no Caso Madoff

Conforme apresentou-se acima, o Tribunal de Justiça de São Paulo aplicou decisões diametralmente opostas¹⁹⁰, sobre fatos idênticos e o mesmo pedido. No primeiro caso constatou-se o dever de indenizar em razão da culpa atribuída ao agente financeiro e, nos demais casos, entendeu-se haver ausência de culpa em face da conduta da suposta vítima ao assumir os riscos do mercado financeiro.

Os acórdãos examinados no presente estudo trazem à baila questões como a do ressarcimento com a demonstração de culpa, teoria da responsabilidade subjetiva, em contraposição com a teoria da responsabilidade objetiva, em razão do ramo de atividade exercido pelo violador.

Como elementos centrais dos acórdãos analisados, temos o fato de que os autores fizeram aplicações financeiras em supostos fundos de investimento sediados no exterior, após sugestão de grupo financeiro que atuava no mercado de capitais exaltando seu elevado grau de especialização.

Para o objeto deste trabalho, pode-se indagar até que ponto essas decisões trouxeram incentivos às partes para a execução de suas obrigações, proporcionando ao final maior eficiência para as relações no mercado de capitais, e a fim de que as partes encontrem um nível ótimo de precaução para evitarem novos danos¹⁹¹.

Nesse sentido, pode-se afirmar que as decisões trouxeram diferentes incentivos para administradores e investidores. No primeiro momento o dever de indenizar indicou ao banco administrador, intermediário financeiro, que devesse tomar

¹⁹⁰ PORTO, Antônio José Maristrello. Análise Econômica da Responsabilidade civil in *Direito e Economia no Brasil* / Luciano Benetti Timm, organizador – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014, p. 196/197. “Existem diversas explicações para esta disparidade. Uma delas decorre do fato de que os juízes são suscetíveis a errar. Na prática, os juízes não possuem informações suficientes para determinar o nível ótimo de precaução em um caso concreto. As partes tendem a agir de forma estratégica e apresentar informações enviesadas, superestimando seus próprios custos e subestimando os custos da parte contrária. Quando a jurisprudência estabelece níveis de precaução inadequados, oferece incentivos adversos para os agentes. Outro fator relevante é o que se chama de insegurança jurídica. A própria estrutura do Judiciário pode permitir que casos semelhantes sejam julgados de forma extremamente diversa. Assim sendo, os agentes não podem pautar seus comportamentos por critérios claros e agem de forma variada. ”

¹⁹¹ PORTO, Antônio José Maristrello. Análise Econômica da Responsabilidade Civil in *Direito e Economia no Brasil*, org. Luciano Benetti Timm. Ed. Atlas – São Paulo, 2014, p. 181. “ Do ponto de vista da análise econômica, determinada regra de responsabilização é desejável se fornece incentivos adequados para que os agentes adotem níveis ótimos de precaução no exercício de suas atividades. Desta forma, a análise econômica se propõe a responder questões como: “de que forma podemos definir o nível ótimo de precaução para uma determinada atividade?; ou “que regras oferecem os incentivos adequados para que os agentes adotem níveis ótimos de precaução? ”

maiores cautelas ao sugerir e investir valores de terceiros em aplicações que desconheça a origem ou que não tenha se utilizado de fontes confiáveis. Assim, o que se pretendeu no primeiro momento foi a busca de um nível ótimo de precaução apenas para a atuação do intermediário financeiro.

Com efeito, ao grau de especialização que se espera do agente intermediário pressupõe que não haverá ou será de pequena monta a tarefa de redução da assimetria informacional. Ser especialista é diferente de ser leigo e a sugestão que o intermediário financeiro passa ao investidor baseia-se, sem dúvida, no domínio da matéria.

O que evidencia o julgado que condenou o banco sobre o dever de indenizar foi a determinação para que a entidade financeira adotasse mecanismos de controle mais acentuados, principalmente ao buscar informações sobre o destino dos investimentos.

Por outro lado, o que ocorreu com os acórdãos que negaram o direito à indenização e não trazem incentivos aos bancos, estes infirmaram uma advertência aos investidores, os quais devem se precaver ao atuarem no mercado de capitais, assumindo os pesados riscos do insucesso e da perda de investimentos.

O que se pretende com regras que imponham condutas rígidas para investidores e tomadores de recursos acaba por tornar o mercado mais eficiente em face de que os agentes buscarão e fornecerão informações relevantes para efetuarem suas escolhas.

Um exemplo de mercado mais eficiente ocorreria em aplicações de longo prazo, no qual os investidores tivessem melhores condições de investigação, a ponto de serem assegurados níveis maiores de informação, objetivando a tomada de decisões mais claras. Todavia, conforme salientado anteriormente, quanto mais o investidor e tomador de recursos objetivarem informações, maiores serão os custos de transação, o que não é benéfico à dinâmica do mercado.

Pode-se concluir, a respeito dos acórdãos de improcedência, que não há insegurança jurídica uma vez que, além de serem unânimes em não reconhecerem o direito à indenização em razão de se tratar de uma atividade de risco e os investidores assumiram o risco de perder todo investimento, foram posteriores ao julgado que

determinou o ressarcimento, pelo que apenas demonstraram uma nova tendência do Tribunal de Justiça do Estado de São Paulo.

CONCLUSÕES

Verificou-se na presente dissertação que o mercado de capitais trouxe uma rápida resposta para a questão de investimentos em ativos no exterior por meio da Instrução CVM nº 555, de 2014, a qual regula atualmente os fundos de investimento, demonstrando a necessidade de redução da assimetria de informações, ao determinar aos intermediários financeiros que tomem precaução na hora de contratarem com ativos no exterior.

Com efeito, a referida Instrução, no mesmo instante que promove a troca de informações sobre os fundos de investimento, pois permite a inclusão de pequenos investidores no mercado de capitais, também cria incentivos para a manutenção de um mercado eficiente, no qual agentes financeiros podem tomar decisões de forma consciente e assumir riscos do próprio negócio.

O presente trabalho buscou teorizar sobre a falha de mercado da assimetria de informações como sendo uma das falhas relevantes no mercado de capitais, dando-se ênfase na concepção de que sua correção pode contribuir para a manutenção de um mercado eficiente e, caso contrário, quando não há sua correção, podem ocorrer fraudes, inclusive de grandes proporções.

Dessa forma, abordou-se o fato de que a redução da assimetria informacional merece atenção do mercado pela autorregulação e pela legislação, ainda que não seja possível eliminar os diferentes níveis de acesso à informação.

Com efeito, em um primeiro momento demonstrou-se que o mercado, qualquer que seja o produto, sempre apresentou instrumentos que facilitassem a troca de bens e mercadorias, quer seja pela criação da moeda ou pela criação de mercados específicos e organizados, como ocorre com o mercado de capitais.

A concepção de mercado, por sua vez, descreve um ambiente em que pessoas interagem em função de determinado produto e neste contexto se insere o mercado de capitais, onde o objeto comercializado são os investimentos por valores mobiliários.

Demonstrou-se que o mercado de capitais é de especial relevância como meio para garantir o fluxo de moeda entre o poupador superavitário e o empreendedor deficitário e que precisa de investimentos para alavancar seus negócios e, ainda, que

dispõe de diferentes produtos para permitir a intermediação financeira, cada qual com suas peculiaridades, e dentre esses produtos encontram-se as cotas em fundos de investimento.

Salientou-se que o fluxo de investimentos é importante para todo país em razão da geração de riquezas, fonte de rendas, geração de empregos e impostos e que se evidencia no crescimento do PIB – Produto Interno Bruto, razão pela qual deve ser fomentada a circulação de bens no mercado financeiro.

Para se poder fomentar a circulação de investimentos e permitir o crescimento da economia, faz-se necessária a presença de um sistema financeiro que congregue órgãos dotados de aparelhamento destinado à regulação e supervisão do mercado. Quanto melhor organizado o sistema financeiro, mais incentivos serão fornecidos aos agentes econômicos para interagirem, agregando-se confiabilidade e segurança às relações por eles estabelecidas.

Nesse compasso, apresentou-se o SFN, que possui em sua estrutura órgãos superiores de regulação e supervisão e que criam regras aos demais entes que se inserem nesse mercado, denominadas de entidades subordinadas.

Dentro dos diversos mercados encontrados no SFN está o mercado de capitais, no qual um dos objetos de negociação são os valores mobiliários, os quais se dispõem a fornecer recursos às sociedades empresárias deficitárias. Investidores dispostos a obterem lucros decorrentes da atividade empresarial podem encontrar bons lucros, mas também incorrer em prejuízos, elementos estes inerentes à própria atividade.

Com efeito, dada a diversidade de investimentos à disposição dos poupadores, são desenvolvidos meios de regulação, por meio da legislação ou da autorregulação, a fim de permitir aos investidores que façam escolhas racionais. Em razão das diferentes formas de investimento, são apresentados meios diversos para sua regulação, motivo pelo qual delimitou-se a pesquisa apenas no valor mobiliário das cotas dos fundos de investimento e dentro desse contexto, demonstrou-se como são enfrentados os investimentos em ativos no exterior.

A atualização da Instrução CVM nº 409, de 2004 pela Instrução CVM nº 555, de 2014 é um exemplo da atuação da CVM, órgão de fiscalização do SFN, com o

intuito de manter um conjunto de regras sobre fundos de investimento que atendem para as novas necessidades do momento.

Sobre esse assunto, a Instrução CVM nº 555, de 2014 inovou ao tratar de aplicações de fundos em ativos no exterior, que releva o momento econômico do poupador brasileiro em busca de investimentos em outros países pela rentabilidade e estabilidade do mercado. A assimetria informacional continuou no centro da citada Instrução, sendo retratada em vários momentos.

A assimetria de informações, como se verificou até o momento, é fator que sempre existirá nas relações de mercado e não há evidências de que sua presença será suprimida. Ao contrário, a presença de tantos instrumentos de financiamento no mercado financeiros, e que continuam em expansão, acaba por permitir a existência de diferentes níveis de conhecimento sobre alguns produtos.

Ao se tentar regular determinados negócios no mercado de capitais, busca-se incentivar os contratantes a adimplirem com os ajustes, inibindo atitudes oportunistas e quebras de contratos.

Oportunismo evidenciado no caso Madoff, decorrente, entre outros fatores da desregulamentação do mercado de capitais norte-americano, quando se acreditou que o próprio mercado tinha meios de se defender contra a especulação e que haveria maiores incentivos ao crescimento, fato esse que não ocorreu.

Se a falta de regulamentação ocasionou uma enorme crise, reforça-se a ideia de que o mercado de capitais necessita de regulação, ainda que as formas de investimento sejam de baixo risco, como é caso dos fundos de investimento.

Com efeito, os fundos de investimento, qualquer que seja seu objeto, podem trazer bons lucros aos investidores, o que por si só se apresenta como uma das melhores formas de investimento à disposição no mercado, sendo-lhe benéfica qualquer forma de regulação que possa reduzir a assimetria informacional.

Por último, demonstrou-se que o pedido de reparação do dano (*ex-post*), por meio dos julgados de Tribunais pátrios, ora prevendo a indenização, ora negando o direito à reparação, também podem proporcionar indicativos aos agentes financeiros para que adotem determinadas precauções na consecução do negócio.

Infelizmente, o Tribunal de Justiça de São Paulo não foi unânime nas decisões e não houve imposição de responsabilidade que pudesse ocasionar melhoras nos níveis de precaução. Novos julgamentos poderão servir para dirimir eventuais responsabilidades.

Apesar de não ter sido objeto do presente estudo, interessante citar que a Petrobrás, maior companhia do Brasil, e que recebe investimentos de pessoas ao redor do mundo, está sendo acusada em tribunais dos Estados Unidos de disfarçar informações e de esconder práticas de corrupção.

É possível que a jurisprudência adotada nos Estados Unidos para os processos da Petrobrás, também sirvam de base para novos julgamentos no Brasil, o que será objeto para novas pesquisas.

Pelo exposto, a presente dissertação evidenciou os efeitos danosos da falha de mercado da assimetria informacional, razão pela qual se entende que esta deve ser combatida.

Agentes bem informados no mercado de capitais podem fazer escolhas mais racionais, submetendo-se aos riscos do investimento de forma consciente e reduzindo a incidência de fraudes.

O momento econômico atual do Brasil permite asseverar que investidores brasileiros devem efetuar investimentos no mercado internacional em busca da estabilidade e segurança, razão pela qual o tema abordado nesta dissertação, fundos de investimento com ativos sediados no exterior se apresenta relevante.

A assimetria de informações é matéria constante dos próximos regulamentos no mercado de capitais e deverá ser retomado nos próximos estudos.

REFERÊNCIAS

AKERLOF, Georges – The Market for ‘Lemons’: Quality Uncertainty and the Market Mechanism. *The Quarterly Journal of Economics*, Vol. 84, nº 3, (Aug., 1970), pp 188-500.

ANDERSON, William L., *Falhas de mercado" e informações assimétricas*. Disponível em: <http://www.mises.org.br/Article.aspx?id=1150>, Acesso: em 24 jun. 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado financeiro*. São Paulo: Atlas, 2009.

BASTOS, Carlos Pinkusfeld; MATTOS, FAM. Crise subprime nos Estados Unidos: a reação do setor público e o impacto sobre o emprego. *Revista Tempo do Mundo*, 2011.

BLACK, William K. – *What if George Akerlof Had Writen About Lethal ‘Lemons’?*. Disponível em: http://www.huffingtonpost.com/william-k-black/what-if-george-akerlof-ha_b_3177103.html Acesso em: 25 jun. 2015.

BELLUZZO, L. G. *et al. Crise financeira mundial: impactos sociais e no mercado de trabalho*. Brasília: ANFIP, 2009.

BRITO, Giovani Antonio Silva; ASSAF NETO, Alexandre; CORRAR, Luiz João. Sistema de classificação de risco de crédito: uma aplicação a companhias abertas no Brasil. *Revista Contabilidade & Finanças – USP*, São Paulo, v. 20, n. 51, p. 28-43, 2009.

CALADO, Luiz Roberto. *Regulação e autorregulação do mercado financeiro – conceito, evolução e tendência num contexto de crise*. São Paulo: Saint Paul Editora, 2009.

CATEB, A. Análise Econômica da Lei de Sociedades Anônimas. *Revista da AMDE*, 1, jan. 2009. Disponível em: <http://revista.amde.org.br/index.php/ramde/article/view/10/9>. Acesso em: 10 set. 2015.

CARVALHOSA, Modesto. *Comentários à Lei de sociedades anônimas*, 1º Vol. Art. 1º a 74 – São Paulo: Saraiva, 2013.

CASTRO JÚNIOR, Francisco HF; FAMÁ, Rubens. As novas finanças e a teoria comportamental no contexto da tomada de decisão sobre investimentos. *Caderno de*

Pesquisas em Administração : São Paulo, 2002. Disponível em <http://www.regeusp.com.br/arquivos/v9n2art3.pdf>. Acesso em: 10 ago. 2015

COELHO, Alexandre Ramos. *A indústria de fundos de investimento no Brasil: um estudo teórico e empírico sobre a relação fiduciária entre o administrador-gestor e os respectivos cotistas de fundos de investimentos*. Disponível em: http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/13779/Disserta%c3%a7%c3%a3o%20Mestrado_ARCoelho_%2009.06.15_FINAL.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 10 nov. 2015.

COOTER, Robert; ULEN, Thomas. *Direito e economia*. Trad. Luis Marcos Sander, Francisco Araújo da Costa, Porto Alegre : Bookman, 2010

DE SOUSA ALVES, André Gomes. *Os fundos de investimento entre a regulação social do mercado e a proteção jurídica do investidor-consumidor*. Universidade Federal da Paraíba, 2011. Disponível em: <http://tede.biblioteca.ufpb.br/bitstream/tede/4360/1/arquivototal.pdf>. Acesso em: 10 out. 2015

DUBEUX, Júlio Ramalho. *A Comissão de Valores Mobiliários e os principais instrumentos regulatórios do mercado de capitais brasileiro* – Porto Alegre: Sergio Antônio Fabris, 2006.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariadna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUE, Marcus de Freitas. *Mercado de capitais – regime jurídico*. 3. ed. revista e ampliada. – Rio de Janeiro: Renovar, 2011.

FARHJ, Maryse; CINTRA, Marcos Antonio Macedo. Informação dos investidores: classificação de riscos, contabilidade e conflitos de interesses. *Ensaio FEE*, v. 23, n. 2, p. 761-786, 2002.

FIGUEIREDO, Leonardo Vizeu. *Lições de Direito Econômico*. Rio de Janeiro: Forense, 2009.

GAGGINI, Fernando Schwarz . *Regulação no mercado de valores mobiliários brasileiro*. Revista Síntese Direito Empresarial , IOB : São Paulo, v. 5, p. 30, 2012

GICO JR., Ivo. *Introdução ao Direito e Economia In Direito e Economia no Brasil*. Luciano Benetti Timm, organizador – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

_____. *Metodologia e Epistemologia da Análise Econômica do Direito In Economic Analysis of Law Review* V. 1, nº 1 - Universidade Católica de Brasília - Brasília: Jan-Jun, 2010.

GORMAN, Christopher M. Are Chinese Walls the Best Solution to the Problems of Insider Trading and Conflicts of Interest in Broker-Dealers. *Fordham J. Corp. & Fin. L.*, v. 9, 2003.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988 (Interpretação e Crítica)*. São Paulo: Malheiros, 2015.

GREEN, Andrew *et al.* Self-regulation and the protection of the public interest. *Panel on the Role of Government*. Available in <http://www.law-lib.utoronto.ca/investing/reports/rp26.pdf>, 2003. Acesso em 20/10/2015

HAZEN, Thomas Lee. Are Existing Stock Broker Standards Sufficient? Principles, Rules and Fiduciary Duties. *Columbia Business Law Review*, v. 2010, n. 3, 2010.

KERR, Roberto Borges. *Mercado financeiro e de capitais*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2011.

KIMURA, Herbert. *Aspectos comportamentais associados às reações do mercado de capitais*. RAE-eletrônica, v. 2, n. 1, p. 1-14, 2003.

KÜMPEL, Siegfried. *Direito do Mercado de Capitais – do ponto de vista do direito europeu, alemão e brasileiro – uma introdução*. Rio de Janeiro: Renovar, 2007.

LOPES, João do Carmo e ROSSETTI, José Paschoal. *Economia Monetária*. São Paulo: Atlas, 2005.

MAMEDE, Gladstone. *Direito empresarial brasileiro: empresa e atuação empresarial*, vol. 1. São Paulo: Atlas, 2011.

MANKIW, Gregory N. *Princípios de microeconomia – Tradução da 6. ed. norte-americana*. Trad. Allan Vidigal Hasting, Elisete Paes e Lima, Ez2 Translate, revisão técnica Manuel José Nunes Pinto – São Paulo: Cengage Learning, 2013.

MARTINS, Orleans Silva; PAULO, Edilson. *Assimetria de informação na negociação de ações, características econômico-financeiras e governança corporativa no mercado acionário brasileiro*. Rev. contab. finanç., São Paulo, v. 25, n. 64, p. 33-45, Apr. 2014. Disponível em: <http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1519-70772014000100004&lng=en&nrm=iso>. Acesso em 1 dez. 2015.

MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. O conceito de valor mobiliário. *Revista de Administração de Empresas*, v. 25, n. 2, p. 37-51, 1985.

NUSDEO, Fábio. *Curso de economia: introdução ao direito econômico*. São Paulo: Ed. Revista dos Tribunais, 2013.

OGUS, Anthony I. *Regulation: Legal form and economic theory*. Portland : Bloomsbury Publishing, 2004.

PEREIRA, Cléverson Luiz. *Mercado de Capitais*. Curitiba: InterSaberes, 2013.

PINHEIRO, Armando Castelar e SADI, Jairo. *Direito, economia e mercados* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2005.

PORTO, Antônio José Maristrello. O Direito e a Economia do Cadastro Positivo. *Revista Conjuntura Econômica*, v. 63, n. 9, p. 77-80, Set. 2009. Disponível em: <http://portalibre.fgv.br/main.jsp?lumPageId=4028809A203E1B74012048F081154692&contentId=8A7C8246245D6947012478AA531D73A7>. Acesso em 25 jun. 2015.

_____. *Análise Econômica da Responsabilidade civil in Direito e Economia no Brasil* / Luciano Benetti Timm, organizador – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

POSNER, Richard. How I Became a Keynesian. *The New Republic Economy*. Disponível em: <http://www.newrepublic.com/article/how-i-became-keynesian>. Acesso em 30 maio 2015.

RAVACHE, Leandro Alberto Torres; DE HOLANDA RAMOS, Luciana; NETO, Walter Pereira Bastos. Fundos de investimento e a necessidade de observância do direito de preferência na alienação de suas quotas. *Revista do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 37, p. 243-286, 2012.

REQUIÃO, Rubens. *Curso de direito comercial*, v.2. 25. ed. rev. e atual. por Rubens Edmundo Requião. São Paulo: Saraiva, 2007.

SCHREIBER, Anderson. *Novos paradigmas da responsabilidade civil: da erosão dos filtros da reparação à diluição dos danos*. São Paulo : Atlas, 2011.

SZTAJN, Rachel. *Sistema Financeiro – entre o risco e a estabilidade* – Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio. *Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro : Elsevier, Editora Campus, 2005.

SZTAJN, Rachel; ZYLBERSZTAJN, Décio e, AZEVEDO, Paulo Furquim de. *Economia dos Contratos in Direito & Economia: análise econômica do direito e das organizações*. Rio de Janeiro : Elsevier, Editora Campus, 2005.

TIMM, Luciano Benetti e Guarisse, João Francisco Menegol *in* Direito e Economia no Brasil / Luciano Benetti Timm, organizador – 2. ed. São Paulo: Atlas, 2014.

TOMASIC, Roman. Chinese walls. Legal Principle and Commercial Reality in Multi-Service Professional Firms'. *University of New South Wales Law Journal*, v. 14, 1991.

TOMAZETTE, Marlon. *Curso de Direito Empresarial*. v. 1, 3. ed . São Paulo: Atlas, 2011.